

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年11月12日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 原口恒和

大臣官房総務審議官（9:00～14:47）

経済企画庁 河出英治

調整局長（9:00～14:47）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

国際局長

平野英治

企画室参事

稲葉延雄

企画室企画第1課長

雨宮正佳

調査統計局

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

栗原達司

企画室調査役

山岡浩巳

## I. 開会

速水議長

ただ今から 11 月第一回目の金融政策決定会合を開催する。

(午前 9 時開会)

本日の取り進め方を申し上げる。まず前々回会合の議事要旨の承認を行ない、続いて金融経済情勢に関して執行部より報告を受ける。その後、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営方針に関する討議を分けて行なう。次いで、もし政府からの出席者に発言があれば承り、調節方針の採決を行ない、最後に金融経済月報の「基本的見解」の取り纏めという順で進めて参りたい。

なお、政府からは大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁からは河出調整局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言は全て記録することを前提としており、委員および政府からの出席者におかれてはそのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

## II. 議事要旨 (10/13 日開催分) の承認

速水議長

最初に、前々回 10 月 13 日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の案にご異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は 11 月 17 日の午後 2 時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

### Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

次に、金融経済情勢に関する執行部からの報告に移りたい。最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

#### 1. 最近の金融調節に関する報告（資料-1）

山下金融市場局長

前回会合以降の金融調節運営は、連日朝方のオペ前から0.02%での出合いが進捗する大変落ち着いた市場地合いが続いたため、引き続き積み上幅を1兆円に維持する調節を行ってきた。この結果、オーバーナイト加重平均レートは0.02~0.03%と実質ゼロ金利レベルで推移している。この間、昨11日にはNTTの政府保有株式の第5次売り出し分代金1兆5,000億円強が政府に払い込まれた訳であるが、マーケットには全く影響が見られなかった。幹事証券が集金した株式売り出し代金を交換尻時点から3時時

点まで市場に放出せずに抱えたため、交換尻時点の需給が多少タイト化するかと注目していたが、実際にはマーケットではほとんど話題にもならなかった。本行による豊富な資金供給継続の下で今回程度の資金需要の拡大は全く意識されないほど足許の資金需給が引き緩んでいることを示していると思う。積み進捗率および超過準備等の推移をみると、来週月曜日15日に終わる10月積み期の昨日段階での超過準備残高は1,417億円と引き続き減少傾向にあり、その分短資等の非適用先当預残高が7,355億円と一段と膨らむパターンが続いている。日々必要となるオーバーナイト資金については、いつでもマーケットで取れるという安心感の下で、都市銀行を含む多くの金融機関が極力超過準備を保有しない姿勢を示しているため、余剰資金が結果として短資に積み上がる状況が続いている。

この間ターム物レートについては、年末越え分が本行の大量資金供給にもかかわらず、一段と強含む格好になっているのが目立っている。例えば、ユーロ円出合いレート2M物は10月28日に年末越えとなり、0.04%から一気に0.40%に跳ね上がった後、昨日は0.45%まで上昇してきている。また3M物も上昇を続けており、昨日は0.35%となっている。これは11月に入り一部の取り手が年末越え資金の調達を一段と積極化する姿勢を示しているのに対して、出し手の方は資金放出を手控える模様眺めのスタンスを変えておらず、薄商いの中でビットレートが徐々に切り上がってきているためである。こうした状況下、昨日はやや出合いを伴いながらレートが上昇しているのが目立った。これは簡保が年末越えの短期運用額を昨年と同様に5兆円程度とすることを決定し、運用を開始したとの報道が意識されたものである。加えて、本行の売出手形オペの再開を眺めて、マーケットでは日銀は年末越えの大量資金供給のためには、売出手形を使った両建てオペをも辞さない積極的な資金供給姿勢を示したという見方が広がる中で、一部地銀、共済連等が早晚レートは下がるとの判断から小口の資金放出を始めたことを映じたものである。ユーロ円TIBOR2M物の昨年末と今年末の動きを見て頂きたい。昨年は11月中旬までレートがじりじり上昇した後、11月後半頃から低下に転じているが、今年はY2K要

因から出し手の資金放出姿勢が極めて慎重なため、じり高局面が昨年に比べ長引く可能性が少ないものと思われる。因みに、昨日には、12月29日スタートの2W物の取引100億円が2%で成立している。2Wを2%、その2W以外の期間は0.02%と前提して計算すると、2M物のレートは0.48%になる。1M物は12月半ばからスタートと考えると0.94%という計算になり、現状でもこのレベルまではレートが上がる可能性がある。金先のイールド・カーブの変化について10月13日から11月10日への変化をみると、わが国では99年12月限がキャッシュレートの上昇につられる形で0.18%から0.28%へ大きく上昇し、その他の限月はほとんど動きがない。これに対し、米国では12月限を含む全ての限月でレートが低下しており、米国ではこの間のインフレ懸念の後退から過度の金利上昇期待が薄れてきていることを反映したものと思われる。

最後に、年末越え資金供給オペレーションについてご報告する。10月14日以降昨日まで20営業日連続でオペを実施し、合計18.2兆円の年末越え資金を供給している。去年の同時点が9.8兆円であり、ほぼ倍のテンポで資金供給を行なっている。昨年末は最終的に19.2兆円供給しており、この1カ月弱でほぼそれに匹敵する資金供給に成功した形である。オペの種類別にみると、短期国債買現先14本7.6兆円、CP買現先が13本5.1兆円、国債レポ・オペが8本3.7兆円となっている。こうしたオペのレート推移をみると、メインの供給手段である短期国債買現先については平均落札レート自体は0.1%台まで低下してきているが、応札倍率は最近では4倍台に回復するなど、引き続き都銀を中心に活発な応札がある。また、CP買現先は応札倍率が2倍台後半であるが、平均落札レートも昨日は0.03%で落札決定レートは0.04%まで上昇している。国債借り入れも応札倍率自体は前回は1倍台まで低下してきているが、レートは0.03%台となっており、マーケットでの年末越えレートの上昇を背景にオペレートも連日の大量の資金供給にもかかわらず総じて強含み傾向にある。

こうした本行の年末越えオペレーションに関連した金利裁定取引の動きを二点ご紹介したい。一つは生保などの一部機関投資家が短資等を通じ

て国債レポ・オペに参加し、手持ちの国債で低利の資金を調達したことである。0.03%程度で調達し、0.40%前後の年末越えのCDや大口定期に運用する動きが目立ち始めている。因みに、9月以降の年内期日の国債借入オペにおける短資の平均ウェイトは15%であるのに対し、年末越え8本の平均は38%と上昇しているが、この増加分の一部はそうした機関投資家の金利裁定行動を反映したものではないかと思われる。

今一つの話題は一部の格付けの高い優良企業、特に商社や電気機械などの先が0.06%前後でCPを発行して年末越え資金を調達し、その資金を都銀のCD等に運用する動きが広まっていることである。ターム別のCP発行額をみると、10月時点で既に年末越えの3M物の発行が目立って急増しているが、この一部はこうしたCD、CPレートの大きな金利差を利用した企業の金利裁定行動によるものとみられている。

以上のようにオープン市場では本行オペの効果等を背景に金利裁定動機に基づく年末越え資金供給が活発化する動きがみられているが、インターバンク市場では資金の出し手が資金放出に総じて慎重な姿勢を続けているため、何かをきっかけにして金利が大きく跳ね上がるリスクが引き続き残っている。特に、Y2Kに関連して日銀借り入れを行なった場合には、経営者の責任が追及される可能性があるといった誤解が一部で生じているようであり、地銀等の中小金融機関を中心に年末越えの資金放出をできる限り抑制し、年末に超過準備を積み上げる姿勢を強めているように窺える点が気掛かりである。この点については、個別金融機関の資金繰りを担当する考査局と密接な連絡をとりつつ誤解の解消に努めるとともに、当面潤沢な年末越え資金供給を続けることによりインターバンク市場取引の円滑化を促して参りたい。

中原委員

12月29日に始まる取引について再度説明して頂きたい。

#### 山下金融市場局長

12月29日スタートの2W物の取引が出来たが、通常の年度末や年末においては、末初レートが話題になる。例えば12月30日に借りて1月4日に返すものは、年によりその程度は違うが、上がるのが普通である。本年の場合には1月4日週が危険日に当たるため、そうした末初レートが恐らく成立しないと思われ、危険日を全て越えてしまう12月29日ないし30日スタートの2週間物が恐らく末初レート取引に相当することになる。この末初取引が2W物で成立した。仮にこの成立した2Wレートを前提に2Mレートを計算すると、末初の2週間はY2Kプレミアムがあるため2%になる訳であるが、その他の期間は全て0.02%で推移すると思われる。従って、その0.02%と2%を合わせて計算すると2M物の平均レートは0.48%になり、12月初スタートの1M物を計算すると0.68%になる。しかし、理論的に2W物がまるまる入る形で計算する1Mは、末初レートが2%で続くと前提すると0.94%になる。そこで、0.94%程度まで上がる可能性があるとして申し上げた。

#### 中原委員

生保等の機関投資家の裁定行動についても、今一度説明して頂きたい。

#### 山下金融市場局長

現在オープン市場で特に目立っている動きは二つある。一つは国債を大量保有している生保等の機関投資家が、これを短資を経由してレポに出し日本銀行のオペに参加すると、0.03%で資金が調達できる訳であり、その2か月や1か月などのオペ期間に合わせてCDを買えば、CDは0.4%前後のレートで運用できるため十分大きな鞘がとれる。そうした金利裁定行動をする生保等が最近目立ち始めたということである。CPの方はバランスシートにも十分余裕がある優良企業の場合であるが、CPは0.06%程度で2、3か月発行できるため、その資金を使って0.4%のCDを買うという裁定行動が見られている。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融経済の動向について報告して下さい。

## 2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

平野国際局長

主要為替相場の推移からご報告したい。前回決定会合以降の円の対ドルは、引き続き方向感の定まらない展開である。ここ2日ばかりの展開を振り返ると、10日のニューヨーク市場でアメリカの10月のPPIのコアが前月比0.3%と、予想のプラス0.1%に比べ高めに出たことがドル売り円高の材料となり、ドルが104円台前半まで売り込まれる場面もあった。その後昨日の東京市場では、発表された経済対策の規模18兆円が事前の報道通りであったこともあり、日本サイドの当面の材料出尽くし感からショートカバーのドル買いが入り105円台で終了している。現在は104円台に入っている。市場ではドルを支えるそう強い材料ではないが、103円台に入ってくれば介入があるのではないかと警戒感がある。今一つは、郵便貯金の満期集中問題に対応した本行の運用部の資金繰り支援策について、特に海外ではこれが一層の金融緩和に繋がるのではないかという思惑としてくすぶっている部分があり、これがドルを支えている。一方で、ドル波乱材料は主として米国サイドにあり、米国のインフレ懸念と絡んで金利あるいは株価の動向に引き続き関心が集まっている。

次にユーロの対ドル相場についてであるが、11月4日にECBが利上げをしたことに伴い逆に当面の利上げ打ち止め感が出たことと、一部に予想を上回る利上げは経済に悪影響を及ぼすのではないかという懸念が生じたことから、1.03台に急落した。その後は若干戻し現在は1.04台lowであるが、ユーロはドルに対して弱い地合いである。これに対してユーロ当局者の見方であるが、昨日のドイセンベルグ総裁は為替を無視する訳ではないが金融政策の目標ではないと日銀と同じような発言をしていた。これ



が現在のユーロ安の地合いを容認するものと受け止められている。

東アジア諸国の通貨動向は全体に小動きであった。その中で韓国ウォンが大幅に上昇しているが、これは主として政府による金融市場安定策が11月4日に公表されたことを受けたものである。内容は、投信会社2社への公的資金投入などが柱になっている。この公表が好感され株式市場への外国資本の流入が続いていることを背景にウォンが買われている。さらに昨日はS & Pが韓国のソブリン格付けをトリプルBマイナスからトリプルBへ引き上げる動きが加わり、これもマーケットで好感されている。

この間、外為市場でY2K問題に絡んだ動きとしては、レート面では特に明確な影響は出ていないが、流動性低下の形で若干の影響が既に出始めている。マーケットでは年末にかけて流動性の低下傾向が強まることが予想されている。例えばヘッジファンドでは11月末に決算を迎える先が多いが、Y2K問題もあり例年より早めにポジションを整理している先が多いともいわれている。従って、このところ市場が薄くなっており、何か材料が出てくれば相場が振れやすいと思う。

次に、国際金融面の特徴であるが、前回の決定会合以降では米国、欧州、エマージング諸国においていずれも株価が上伸した。米国の株価は長期金利の低下を背景として、10月末以降は上昇傾向を辿っており、とりわけNASDAQの総合株価指数はハイテク企業の好決算に支えられ既往ピークを更新中である。欧州ではECBに続きBOEも11月4日に利上げを行なっているが、これが債券市場では先行きのインフレ圧力の高まりを未然に防ぐものという受け止め方になり、長期金利は足元にかけて低下している。こうした長期金利の低下に加え、欧州では企業再編絡みの話題が連日報じられていることへの期待感もあり、株価は上昇傾向を辿っている。フランスの株価は既往ピークを更新している。エマージング諸国の株価は米国株価の堅調に加え、韓国政府による追加的な金融市場安定化策、インドネシアに対するIMF融資再開に向けた動きなどの好材料から総じて強含んでいる。

次に、米国経済について若干紹介したい。住宅着工は月を追って着工件

数が多少落ちてきている。このように住宅投資の一部に景気鈍化の兆しが見られるものの、全般は個人消費、設備投資を中心とした内需主導の力強い拡大が続いていることに変わりはない。第3四半期の実質GDPは前期比で年率4.8%と第2四半期の1.9%を大幅に上回る伸びを示している。この間、時間当たり賃金は前年比3.6%と上昇率のレベルそのものは引き続き高い訳であるが、生産性の上昇が続いているとみられ、足許の物価PPI、CPIは取り敢えず安定的に推移している。なお、11月16日に次回のFOMCが予定されているが、これに対する観測は利上げ派が若干優勢という感じである。そうした意味で、FOMCまでに出る指標として10月の小売り、第3四半期の労働生産性の数字が注目される。

ユーロエリアでも個人消費が底堅く推移していることに加えて、輸出の増加が生産の増大に繋がっており、景気回復テンポは緩やかに高まりつつあると評価される。この間、物価は引き続きECBの目標水準である前年比2%以内にとどまっている。例えば、消費者物価の前年比は9月が+1.2%であり、目標水準以内にとどまっているが、既往の原油価格の上昇あるいはユーロ安に伴う輸入物価の上昇などの影響から、上昇率が緩やかながらも高まっている。9月のマネーサプライM3の伸び率は6.1%とじりじり上がってきており、ECBのマネーサプライに関する参照値である4.5%をかなり上回る伸びが続いている。こうした状況下、ECBは11月4日の定例理事会において、ユーロエリアの景気が明確に改善している下で先行きのインフレリスクが増大する方向に転じつつあることから、物価下落方向のリスクに対応して3%から2.5%に政策変更した4月8日の予防的な利下げ措置を維持する必要がなくなったため、政策金利を元の3%へ戻している。また、イギリスでも同日レポ金利を0.25%引き上げ、5.5%とすることを決定している。

最後に、東アジアでの景気回復傾向が続いている。この中で、台湾の99年実質成長率の予測は8月時点では5.7%であったが、その後地震の影響により0.3%下方修正され、現在では5.4%になっている。

中原委員

中国の状況はどうか。

平野国際局長

その後特に新しい展開はない。個人消費は国有企業の改革に絡み消費マインドが落ちているため低迷しているが、引き続き輸出が出ていることと、足許多少息切れ気味の公共投資についても、その後補正が追加され、早晩回復に繋がってくるとみられている。いわば輸出と公共投資により経済が支えられている状況である。輸入も高いが、輸出も相当伸びているため、貿易収支は黒字基調を維持しており、外貨準備高も増加傾向にある。

三木委員

タイ、インドネシア、マレーシア等ASEAN諸国は結局ある程度の自国通貨安を念頭において、輸出を増やすことにより景気の回復を図るといふ輸出主導の景気回復パターンを進めてきた訳であるが、昨今は内需がついてきた形で景気の回復が比較的固いものになってきたと受け止めて良いのか。

平野国際局長

まず、輸出が経済を引っ張っていることは間違いないが、それが為替安の結果であるかといえば、大勢の評価としてはアジアからみた所得環境が良いからということだと思う。また、IT関連の貿易が非常に伸びてきており、IT絡みの生産基地が結構アジアに集中しているという要素もある。所得環境とITに引っ張られた輸出が輸出増加の主たる背景になっている。いずれにしても、輸出が伸びてきていることがドライビングフォースになっていることは間違いなく、それが生産増に繋がり、所得さらには消費に徐々に滲み出している感じである。消費についても、確かに持ち直してきていると評価できるが、そのレベル自体は危機前と比べてまだまだ弱い。自動車がタイで売れ始めたと言われているが、危機前のレベルからす

れば3分の1程度である。

### 三木委員

せいぜい100万台が35、36万台に回復したということか。

### 平野国際局長

然り。持ち直してきているが、消費の回復力自体はまだそれ程強い訳ではない。ただ全体としては、景気回復傾向が一段と明確になっているという評価は可能である。韓国のソブリン格付けが格上げになったのに続き、同日マレーシアについてもS&Pがソブリン格付けをトリプルBマイナスからトリプルBへ引き上げている。これも景気回復力が明確になってきたことがその背景にある。

### 三木委員

韓国はその辺一頭地を抜いており、内需中心型の景気回復とみればよいのか。

### 平野国際局長

韓国も輸出主導であるが、韓国の場合は、他国に比べて内需も結構固くなってきた。消費も然り、設備にも一部動意がある。ただ、韓国についての懸念材料はリストラの動きや大宇問題の処理の行方、あるいは大宇の債権を相当組み込んでいる投資信託に何かのきっかけで大量に解約が起きることなどにあり、金融面から実体経済に悪影響を及ぼしかねない要素はまだ残っている。韓国では銀行預金と投信のアセットを比べると、投信が銀行預金の半分程度あるなど投信の金融仲介に占めるウェイトが非常に高い。また、GDPに対する投信の比率も日本よりも相当高く、5割程であるため韓国の金融仲介に相当な影響が出る。

武富委員

中国の輸出については、輸出価格を多少下げてボリューム増という形で推移しているのか。

平野国際局長

為替の状況からすればそうだと思うが、後程調査して報告したい。

篠塚委員

Y 2 K絡みで流動性低下の懸念があるとの説明であったが、地域的に偏りがあるのか、全体的にヘッジファンドが手仕舞っているような情報があるのか。

平野国際局長

東京市場のブローカー経由の円／ドルの出来高は、9月と10月を比べると、約1割減っており、ターン・オーバーが減っていることから取り敢えず東京市場では流動性が低下していると申し上げた。Y 2 K絡みでポジションの手仕舞いを早めているという要素がその背景にあり、また、為替市場が繋がっていることからすれば、世界的にも多分同様の状況になっているのではないかと思う。取り敢えずの相場が安定しているのは、材料がないためである。そうした意味でボラティリティは非常に下がっているが、マーケットが薄いため材料に対してはレートが相当振れやすいという潜在的な可能性を秘めている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告して下さい。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

経済活動の現状評価について概況から報告する。設備投資は減少テンポが緩まっているが、基調としてはなお減少を続けている。個人消費は一進一退の回復感に乏しい状況である。また、住宅投資もこのところ頭打ちとなっている。公共投資は増加がほぼ一服したとみられる。ただ、純輸出の輸出超過幅は輸出の大幅な増加を主因に拡大している。こうした状況から生産は増加を続けている。また、生産活動の好転等を背景に、雇用指標の一部には雇用情勢の悪化に歯止めが掛かりつつあることを示唆する徴候がみられている。ただ、リストラ等を通じた企業の人件費抑制スタンスそのものに変化は窺われず、雇用所得環境は全体として厳しい地合いにあると認識している。全体としては、わが国の景気は足許輸出や生産を中心に下げ止まりから持ち直しに転じつつあると判断している。この点、先月は「わが国の景気は下げ止まっており、足許輸出や生産面には持ち直しの動きがみられる」という判断であったため、足許の認識を一目盛り上方に修正したことになる。ただ、先行きについては、民間需要の自律回復のはっきりした動きは依然みられておらず、景気が持ち直しに転じつつあるものの、今後の展開はなお慎重にみておくことが適当だと考えている。

足許の景気判断を一目盛り上方に修正した要因について説明する。一つは夏以降の円高にもかかわらず、東アジアを始めとする世界経済の回復傾向が一段と明確化しており、輸出は少なくとも年内は増勢を維持する見込みである。また、これを映じて10~12月の生産も引き続き増加する可能性が高まっている。これが主な理由であるが、付随して雇用の方に若干の変化が出ており、設備投資にも多少変化が出ている。物価面はこれまで申し上げていたことにほとんど変化がない。

先行きについては、輸出は円高による数量面へのマイナス効果が当然あるが、その点を考慮してもなお暫くは増勢を維持する可能性が高いと考えている。設備投資は、製造業については下げ止まりつつあると判断している。これは今回の新しい判断である。ただ、全体の傾向としては減少テン

ポがさらに緩やかになる程度であり、まだ減少の基調自体は変わっていない。公共投資は、来年初には工事量の減少が一旦明確になる可能性が強いと考えているが、今般政府において新たに策定された経済対策が実施された場合には、年度末までには工事の発注が増加する。こうした状況から判断すると、米国経済の変調等の大きなショックがない限り、当面、最終需要の大きな落ち込みは回避できる公算が大きい。問題は民需がはっきりした自律回復に転じることが出来るかどうかであるが、現時点ではなお展望が開けるには至っていない。家計や所得面からみて、本年冬のボーナスは引き続き前年水準を下回る可能性が高く、個人消費の回復を見込むことは現時点では難しい状況である。設備投資についても、基本的には財務リストラを経営上の優先課題とする企業が多く、今後どの時点で明確な増加に転じるかは見定め難い状況である。また、為替相場の変動が企業収益、あるいは企業行動に及ぼす影響について引き続き注視していく必要がある。物価は現在とほぼ同じ地合いが続くと考えており、全体としてみると、概ね横這いの範囲内で推移すると予想される。ただ、やや中期的にみると、足許の物価下落圧力が和らいでいる背景の一つは原油価格の上昇である。今一つは在庫調整の進捗により、製品の総供給量が絞られてきた面が大きい。従って、民間需要に自律回復の展望が開けていない現状においては、景気の持ち直しが途切れ、在庫調整を余儀なくされ、さらに物価が再び軟化するリスクが引き続き残存すると考えている。

各論の特徴点をご説明する。実質輸出は第2四半期4~6月は横這いの後、第3四半期は+7.9%とかなり大きな増加となっている。この背景は海外諸国の景気回復が鮮明になりつつあるためであり、NIEs、ASEANについては予測時点が直近になるほど99年の経済成長率の見通しが上方修正されている状況である。こうしたことを背景に、例えば10月の輸出物価は契約通貨ベースで前月比+1.2%とかなり大きな上昇になっており、すなわち円高に応じた値上げが通っていると思う。前月比+1.2%は88年4月の+1.5%以来の大きな上昇である。内容的には自動車、化学、繊維等が値上げしている。次に10~12月の輸出の見通しであるが、一つ

は円高の影響から減少する物もある。例えば繊維ではポリエステル、あるいは鉄鋼では棒鋼、自動車のスポット物輸出等が減る見込みである。ただ、海外需要の回復を映じて、半導体、鉄鋼、化学、資本財、あるいは米国向け自動車等が増加する見込みであり、10～12月は引き続き輸出が全体として増加する見込みである。

次に、機械受注は9月の前月比が+4.6%と引き続き増加になっており、7～9月で括ると+3.1%になっている。内訳は製造業が+3.6%であり、非製造業も+1.5%に上がっている。また建築着工床面積をみても、鉱工業製造業は+6.7%であり、機械投資を表わす一般資本財出荷も+5.2%と増えている。従って、少なくとも製造業については下げ止まりつつあると言える。問題は10～12月であるが、業界見通しによると、民需全体は-2.8%、製造業では-4.8%、非製造業では+0.3%と、7～9月の動向とはやや異なる数字になっている。この点をどう判断するかであるが、一般的に業界見通しと実績の間には、回復期においては実績が業界の当初予想を上回る傾向にある。例えば、4～6月は製造業の実績-1.4%に対して業界の当初見通しは-10.9%であった。また7～9月についても仕上りの+3.6%に対して、当初見通しは-3.5%であった。一旦実績が予想を上回り始めるとかなり傾向的に続くという経験則があり、10～12月の製造業の-4.8%が結果的には上振れする可能性は否定できないのではないかと思う。今後も機械受注については注目していきたい。以上、製造業の設備投資については下げ止まりつつあると思う。

因みに、中小企業製造業の9月分の公表されたアンケート調査のうち中小公庫の調査をみると、99年度について4月段階では-24.7%であったのが9月では-9%まで上方に修正されてきている。前年度比はまだ-10%近いが、99年の下期だけでは前年比は、-2.0%までレベルが持ち上がってきている。ただ、これはあくまでも製造業についてであり、非製造業ではまだ減少が続いていると考えられる。設備投資のウェイトは非製造業の方が大きいため、全産業ベースでもまだマイナスだと思う。因みに、法人企業動向調査の9月調査結果をみると、前々回3月調査からは+5%の上



方修正であるが、依然として前年度比-9.4%と大きなマイナスであり、設備投資は全体としては減少傾向にあるとみている。

次に、個人消費について7~9月を振り返ると、全体として4~6月より弱めの数字となっている。家計調査あるいは乗用車の登録台数、全国百貨店、チェーンストア売上高はいずれも7~9月は若干のマイナスを付けている。ただ、家電販売は猛暑に伴いエアコンが良く売れたためプラスを付けているし、パソコンは引き続き高水準の売上が続いている。また、旅行取扱額も7~9月はプラスが付いた。10月の乗用車の登録台数をみると、軽自動車を含む出荷額ベースは前月比-0.1%とほぼ横這いであるが、業界としては良くないという認識である。百貨店は10月に入り漸く秋物が売れ始め、10月の前月比は季調後でプラスになるという予想が多い。消費性向は7月は73.9%まで上昇したが、9月は69.0%まで落ちている。一つはボーナスが下がった分だけ消費が下がらなかったためラチェット効果が働いた。しかし、10月は所得の減少テンポが緩やかになった割には消費がそれ程良くなく、結果として消費性向は元に戻った形になっている。従って、総合的な判断として、個人消費についてはやはり一進一退の状況が続いている。

次に住宅関連であるが、新設住宅着工は4~6月に126万戸の後、7~9月は123万戸と頭打ち傾向である。先行きを占う上では住宅金融公庫の申し込み戸数が重要であるが、7月26日から10月29日まで行なわれた第二回の申し込みの結果は8.8万戸、前年比+32.6%と前年比ではかなり大きな数字になっている。ただ、今回は申込期間が1か月程延長され、かつ第三回において金利が0.2%上がることも予めアナウンスされたため、後半にかけてかなり駆け込みが見られたようである。申し込みの状況から判断すると、年内の着工に与える影響は余り大きくないと思われ、本格的に第二回申し込みの影響が出てくるのは年明け後ではないかとみている。一方、年明け後については11月15日~1月14日の予定で第三回の申し込みが始まるが駆け込みの反動減が現われる可能性があり、その場合には年明け後も緩やかに減少する可能性がある。従って、いずれにしても持ち家につい

てはそう大きな期待は出来ない。一方、分譲住宅については年内は減税措置を睨んだ駆け込み的な着工がみられる。

次に、生産の動きであるが、7~9月は前期比+3.8%とかなり大きな増加になっている。10~12月については、12月が11月比横這いとして10、11月の予測指数を使って計算すると、前期比+2.5%になる。私共のミクロのヒアリングでは大体1%内外という結果になっており、少なくとも前期比プラスになる確度はかなり高いのではないかとみている。内容的には情報関連、資本財等が増産になる。

そうした生産の増加に伴い、一部の雇用関連指標に雇用情勢の悪化に歯止めが掛かりつつあることを示唆するものが出てきている。ただ、これが恒久的なものかどうかはまだ判断できない。9月の数字を見ると、有効求人倍率は0.47倍と0.01倍上昇しているし、新規求人倍率もそれに先駆けて上昇している。雇用者数は労働力調査の数字であり振れがやや大きいですが、前年比+0.1%と久方振りにプラスになっている。常用労働者数も前期比でほぼ横這いにまでなっている。また、賃金も所定内給与は2か月連続で前年を上回っているが、時間給で支払われている労働者の平均労働時間が若干伸びている影響があるのではないか。所定外給与も生産の増加を映じて前年比の伸びが拡大している。ただ、基調として雇用情勢が下げ止まったとみるにはなお時間を要すると思われる。すなわち、雇用調整や賃金抑制の姿勢はまだ変わっていない。常用労働者数は7~9月に前期比でほぼゼロまで戻しているが、業種的に伸びているのはサービス、建設等である。一方、まだマイナスなのは卸・小売等である。全体としては雇用者の減少に一旦歯止めが掛かった感じがするが、内容的にみるとリストラ色が濃く常用労働者のうち一般労働者、すなわち正規採用者数はまだマイナスが続いている。業種的には製造業、あるいは卸・小売業でマイナスである。一方、パート労働者は引き続き増加を続けており、正規採用からパートにシフトしている姿が窺われる。

次に、本年の暮れのボーナスについて、既に夏冬型で交渉が妥結した企業の集計をみると、前年比で大体-5~6%である。このことを勘案すると、

雇用者所得の前年比は一旦9月にプラスになっているが、恐らくボーナスシーズンになると前年を大きく割れることになると思われ、所得面についても本格的な回復とは言えない。

最後に、物価関連である。輸入物価の10月は前月比+0.9%と、8月、9月マイナスの後でプラスになっている。これは10月は為替レートが比較的安定していた関係で為替レートのマイナス効果がなかった分、原油等の値上がり分が出てきたためである。また、国内卸売物価は夏季の電力料金を調整したベースで10月は前月比+0.1%と、これまでの傾向が続いている。CSP Iの9月は前月比-0.1%であり、これもこれまでの傾向にある。全国CPIも9月は前年比横這いとこれまでどおりであるし、東京のCPIは10月は除く生鮮で-0.2%と米の値下がり効いている。生鮮食品を含んだ総合では-0.9%と前年比マイナス幅が大きくなっているが、これは前年は生鮮食品が天候不順からかなり大幅に値上がりした裏が出たものである。

#### 篠塚委員

現状評価の表現としては前回より明らかに一目盛り上方にシフトした訳であるが、下げ止まりから先はどうなるのか。下げ止まりから持ち直しに転じつつあるということは、底を打ったと理解するのではないか。次の方向への方向性は持ち直しに転じつつあるという表現であり、回復という表現は使っていないが、そうしたニュアンスと受け取っても良いか。

#### 村山調査統計局長

なかなか難しいターミノロジーであるが、私共は敢えて回復という言葉を使っていない。回復という場合には先行きもその傾向が持続し、明確に底を打ったというニュアンスが出てくると思う。私どもの現時点での評価はそこまでいっていない。下げ止まり、すなわちどんどん突っ込んでいく感じはなくなったというのはこれまでの判断であり、それに加えてやや回復を窺わせるようなニュアンスが出てきたことを踏まえ、ここでは持ち直

しに転じつつあるという言葉を使っている。

#### 篠塚委員

その言葉とデフレ懸念という表現は抵触しないのか。デフレにさらに突っ込んでいくという場合に、デフレ懸念がまだ残っていると使われるが、持ち直しに転じつつあるということになればデフレ懸念は剥落すると思う。

#### 村山調査統計局長

そこは、しかしながらと続けており、民間需要の自律回復のはっきりした証拠は依然みられていないため、先行きについての私共の判断は変えていない。確かに下げ止まりから持ち直しに転じつつあるとはいえ、内容的には政策需要に支えられた面が非常に大きい。加えて輸出という外生需要が出てきた訳であり、民間需要の自律回復がはっきりしないという意味ではまだまだ脆弱である。その意味で、物価が再び低下に転じる懸念も残っている。従って、デフレ懸念の払拭はまだ展望できない状況である。

#### 速水議長

持ち直しに転じるというのは、英語ではビギニング・トゥ・インプルービングと訳す。

#### 村山調査統計局長

回復であればリカバーという英語になると思うが、今回はインプルーブという言葉を使わせて頂きたい。

#### 植田委員

公式な英訳も大体決まっているのか。

#### 村山調査統計局長

非常に微妙な表現であり、英語の表現を常に念頭に置きながら日本語を

考えている。

中原委員

回復は景気循環の論でいえば拡大であるが、まだ拡大まではいっていない訳である。

村山調査統計局長

然り。そこは非常に慎重にみている。

速水議長

輸出価格を上げてても輸出の量が伸びていくのは、やはり海外の需要が非常に強いということか、それとも競争力が十分あるということか。

村山調査統計局長

両面ある。一つは海外需要の回復傾向がかなり鮮明になってきているし、その中であって価格転嫁できる業種とそうでないところがある。価格転嫁しているのは比較的競争力のある業種であり、全業種ではない。

中原委員

前回の決定会合で申し上げたが、一定の方法で計算すれば7割程度は転嫁しているとみることができる。これまでは約5割程度だったから時間が経ってどうなるかであろう。

村山調査統計局長

どの程度価格転嫁したかは非常に難しい。すなわち、どこを起点にして計算するかが非常に難しい訳であり、特に去年は円安、本年は円高という大きなうねりの中で、どこを起点にするかにより結果も相当変わってくる。

### 三木委員

最終商品に近い程価格転嫁の動きが出るのであろうが、川上の方に行くに従って、むしろ為替レートの価格転嫁だけではなく、アメリカ、ヨーロッパ、東南アジアの景気回復を映じた国際市況の上昇も相当効いてきていると思う。

### 村山調査統計局長

ご指摘のとおりである。最終需要財に近い程、製品の差別化が可能であり価格競争力があるが、川上になると国際市況で価格が決まってくるところがある。ただ、ボリューム面の回復がかなりある。

### 三木委員

しかし、そこも国際価格は相当上がっており、円レートのみをみた場合にも石化製品も含めて相当のカバーにはなる。

### 山口副総裁

7～9月の生産は大幅に増えた訳であるが、製造業の雇用は概ね前期並みである。専ら時間外の延長で生産の増加分が賄われたという対応関係になっているのか。

### 村山調査統計局長

時間外で対応した部分もあるし、一部は季節労働者である。その以前の段階として元々遊休化していた人達が働き出した面もあると思う。

### 山口副総裁

生産の増加が続いていけば、次の段階ではどのような状況が生じるのか。一般労働者かパートか季節労働者かは分からないが、多少雇用が増え始める局面に移っていくのか。そこにいくまでにはまだ相当時間があるように思うが。

### 村山調査統計局長

現時点で明確な答えがある訳ではないが、通常であれば生産が回復してくれば、いずれ雇用に反映されてくるはずである。今回は一方でリストラにより人を減らしたい動きがあるため、両者の綱引きだと思う。生産現場はかなりスリム化が進んでいるため、ご指摘のような動きがある程度出てくると思うが、リストラの対象になっているのは間接部門が多い訳であり、それは生産とは関係なくリストラが進む可能性がある。しかも、生産の伸びは7~9月が相当高く、10~12月は伸び率は多少落ちるであろうし、来年にかけても生産が現在の調子で伸びる訳ではないことを勘案すれば、まだ基調的に雇用が増えていく段階と判断するのは早いとみている。

### 三木委員

製造業は一般常用労働者を絶対に増やさずに、全てパートや季節工、外注やOEMで対応する。

### 山口副総裁

しかし、雇用増には違いない。

### 三木委員

雇用増には違いない。

### 村山調査統計局長

製造業を中心に説明したが、生産が増えれば当然非製造業のサービス活動も活発化していく筋合いにある。サービス業等では雇用がコンスタントに増えている部分があり、こちらの方はいわば根雪のようなものである。例えば医療関係、福祉関係、廃棄物処理等の分野でコンスタントに増えている。従って、これまで減少してきた分野の減少幅が小さくなれば、増えている部分が若干表面に出易くなるため、多少持ち直してくる可能性はあ

る。

### 三木委員

確かに全体としての雇用環境は多少良くなる傾向にあるかもしれない。

### 村山調査統計局長

そうした中であって、例えば中高年層に失業が集中するなど、かなりミス・アロケーションが出てくる感じがする。

### 速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告をお願いします。

## 4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

### 雨宮企画室企画第1課長

まず、概況であるが、短期金融市場ではオーバーナイト金利が引き続きゼロ%近傍で安定的に推移している。ターム物金利は、短い物は引き続きゼロ近傍であるが、年末越えとなるものについてはY2K問題の影響を受けてかなりの上昇をみている。次に、長期国債の流通利回りは、このところ補正予算論議を巡る国債の需給悪化懸念を材料にやや神経質な展開となっており、10月下旬には一時1.9%前後まで上昇したが、その後は低下し足許では再び1.7%台になっている。この間、株価はアメリカの株価動向、その背景となる米国のインフレ懸念、金融政策動向など専ら米国を材料とした展開を辿った。一時は米国株価の軟調を受けてやや下落したが、その後米国株価の反発を契機に上昇し、11月10日には1万8,567円と7月の年初来の最高値を抜きピークを記録している。その後は若干戻し、本日も1万8,000円台の前半で推移している。

ジャパン・プレミアムはターム物と同じような動きであり、期間の短いものについては引き続きゼロ、年末越えとなるものには若干プレミアムが



生じている状況である。この間、国債と社債の流通利回りのクレジット・スプレッドはゼロ金利政策の採用後に相当縮小した後、一服していた訳であるが、この1、2 か月はトリプルBを中心とした低格付に再び縮小傾向が目立つ展開になっている。

次に、金融の量的側面では、民間金融機関の貸出姿勢は下期に入って優良の中堅中小企業向けに、例えば審査基準を幾分緩めるとか、貸出枠を拡大する、新規開拓の体制を整備するなどの格好で、上期に比べて積極化しているように窺われる。ただ、一方で資金需要の面をみると、設備投資など实体经济に伴う資金需要は低迷を続けているし、総じて企業の手許資金による取り崩し、借入金圧縮の動きが続いており、民間資金需要は全体として低迷基調が続いている。民間銀行貸出は直近2 か月ばかりはマイナス幅を拡大させる状況ではなくなりつつあるが、全体としては弱含みで推移している。この間、社債の発行も落ち着いた動きにあるし、CPの発行は増加してきている。マネーサプライは伸び率の鈍化傾向が続いている。以下、市場動向と金融の量的側面について特徴的な点を説明申し上げる。

日本の株価、長期金利、為替レート、米国株価をやや長い目で比べてみると、この1 か月ばかりの動きの特徴点として、日本の株価と米国株価が非常に平行に動いている。ほとんど写真相場的な動きになっており、日本の株式市場は専ら米国の株価を材料に動いていた。これに対して、債券相場の方は着目点が株式相場と多少異なっていた。一時は補正予算編成に伴う国債需給悪化懸念を材料に1.9%まで上げた後、次第に材料をこなして戻ってきており、最近では1.8%を若干割れたレベルで推移している。為替レートは円高、円安両方の要因がある中で幾分円高方向であり、結局は105円を挟んだ動きを辿った。ここにきて、マーケットには材料的に出尽くし感がある。一つは昨日の段階で補正予算を巡る国債需給悪化懸念はほぼ消化し終わったと思う。この1 か月非常に材料になった米国についても、やや落ち着き感が出てきており、一つ一つのインフレ指標等に敏感に動く感じがアメリカでも日本でも薄れている。従って、市場は当面次の材料を探す局面に入るのではないかと思われるが、一つは日本の景気動向、

さらに来年度の国債増発が市場の着目点になると言われている。

長期金利の関係でトリプルB格の社債流通利回りと国債流通利回りを比較したものをみると、本年の2月から7月頃まで急速に縮小し、7月から8月頃にかけてやや横這い一服した後、9月以降また急速に縮んでいる状況が窺われる。ゼロ金利政策採用は投資家のリスクテイク姿勢を促進したと評価していた訳であるが、この段階では投資家のリスクテイク姿勢が強まったというよりは、むしろ景気あるいは企業収益を巡る情勢が好転してきたことに伴い低格付企業そのものの内容に対する安心感が強まった結果ではないかというマーケットの見方が多いようである。いずれにしても、価格形成面からは社債市場の起債環境は非常に良い状況が続いている訳であるが、量的には如何せん資金需要が低迷しているため引き続き落ち着いた状況が続いている。

次に、貸出、CP、社債の量の動きであるが、民間銀行主要5業態の償却要因等調整後の貸出実績前年比は9月が-1.7%、10月が-1.6%となっている。8月は-1.9%であり、一応2か月連続で極く小幅ながらマイナス幅を縮小させる展開になっている。ただ、この背景には幾つか特殊要因もある。例えば、9月はさすがに期末月であるため貸出残高の多少積み上げを図った先があったが、9月末にかけて積み上げを図ると10月の平残にも多少効いてくる。従って実勢は11月の実勢をみて判断ということになるかと思う。ただ、ヒアリングの感触としては、さすがに経営健全化計画を睨んで貸出姿勢が積極化しつつあるし、年末を控えて企業の資金需要も落ち込む一方ではなくなっている感触であり、当面はマイナス幅が大きく拡大する感じではない。CPは9月末の残高13.4兆円に続く10月末の計数が15.6兆円と、発行がこのところ増加している。一方、社債発行額は10月4,000億円と、それまでに比べて非常に減少しているが、これは電力の発行が一服したことと、10月は銀行社債の発行が始まったため一般企業には様子見気運が強く見送られたようである。因みに、銀行社債のローンチは10月だけで住友、東京三菱、三和の三行で3,500億円あった。社債は大きく増える地合いではないし、残高の前年比も若干弱含みではあるが、銀行

貸出のようなマイナス基調ではなく、3%~4%の伸びの間を行ったり来たりしている状況である。

マネー等については、前回会合で報告して以降の計数は出ておらず、M2+CD等の前年比は9月の3.3%までである。マネタリーベースは9月まで6.1%という前年比であったが、10月に5.5%と若干伸びを低めている。ただし、内訳をみると、銀行券は引き続き6.1%という高めの伸びを続けており、準備預金の伸びが10月は2.4%とかなり大きく圧縮されているのが原因である。この準備預金の伸びの縮小は、一つは金融機関が益々超過準備を持たないようになり非適用先に金が積み上がっていることと、昨年10月は実は長銀が特別公的管理銀行に移行した際に預金保険機構から借り入れた3兆円を超過準備として積み上げていたという統計上の反動が出たためである。

#### 篠塚委員

民間銀行貸出伸び率は、日銀の公表した金額と全銀協の調査した金額との間でプラス・マイナスの方向が違っている。従来も全銀協のデータとは違いがあり、償却要因調整後も公表することになった訳であるが、方向自体はそれ程違っていなかったと思っていた。どういうことか。

#### 両宮企画室企画第1課長

去年10月に全銀協と色々相談して償却要因等を調整したが、現在でも末残と平残という違いが残っている。全銀協の計数は末残であり、我々の計数は平残である。金融機関が9月末に向けて短期の貸出で貸出残高を積み上げると、それが10月の平残計数にも相当効いてくる。9月末に数字を積み上げたものは平残では10月に多少落ちる程度であるが、全銀協の計数は10月末残になるため積み上げが全て剥落した結果が出てくることになる。従って、我々の平残ベースでは10月がまだ高い一方、10月の全銀協の末残計数は低くなることと推察している。

篠塚委員

従来も方向が違ったことはあったのか。

雨宮企画室企画第1課長

特に期末月については預金や貸出には多少積み上げ等があるため、こうした末平の乖離が出たことはある。ただ、全銀協の計数と我々の計数の違いは末平乖離という技術的な問題よりも、ユーロ円インパが入っているかどうかといった要因に基づく乖離が大きかったため、こうした差異が余り大きく取り上げられていなかっただけだと思う。

速水議長

銀行貸出がまだ出ないのは、リストラや破綻などに加え、借り手がバランスシートを良くするために返済してきているのが効いているのか。

雨宮企画室企画第1課長

設備投資が大きく伸びる、あるいは減価償却を上回って外部資金に対する需要が出てくるほどに設備投資が出てくるには今少し時間がかかることが一つ。言い換えれば、現在の景気回復のパターンが輸出や公共事業で支えられているということである。一方、企業は設備には金を使わないため、企業にとって一番金を返し易いタイプの景気回復パターンである。今一つは総裁がご指摘のように、ここにきて企業収益やキャッシュ・フローが安定してきたがゆえにむしろ借金の圧縮に力が入っているという両面があるかと思う。普通の景気回復のパターンで考えれば、やはり過渡的現象と考えるのが自然だと思うが、今回は過渡的現象がやや長引く可能性がある。

藤原副総裁

今度の国会は中小企業国会と称され、経済新生策の中に特別保証枠の拡大等々が打出されているが、中小企業金融の見通しには何か変化が窺われ

るか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

中小企業の金融機関の貸出態度を一番新しい10月時点の中小公庫の調査でみると良くなる程度が若干鈍っている感じはするが、全体としては厳しいと回答する企業が減り、緩いと回答する企業が増える方向にある。かつ企業倒産をみると、9月以前は倒産が大幅に増える状況ではなく、概ね大体1,300件内外で横這いの推移である。10月については特別保証制度の一年目になるため倒産が相当増えるとの見方もあったが、余りそうした感じもない。これらの材料からみると、中小企業金融はもちろん厳しい状況が続いているが、さらに厳しくなっている状況ではないと思う。保証制度については18兆円近くまで達し、多分今後の枠拡大等でさらに恩恵を被る先が増えるとみられるが、政府の方で今度は保証に際して雇用拡大等の条件も付けながら実施されるということであり、質的な面でも工夫されると理解している。

#### 速水議長

不動産価格はまだ下がり続けているのか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

不動産価格のデータについては勿論ばらつきはあるが、明確に底入れしたとか、上方に転じたという材料は得られていない。過去の色々な分析によると、資産価格は株でも地価でも海外の価格でも同じ理屈で動くはずであり、成長期待が強くなり収益期待が強くなってくれば、本来は株が上がるのと同じ原理で土地も上がるはずである。しかし、それぞれの性格や機会・取引費用の関係から動くスピードの差が非常に大きい訳であり、過去の平均的な関係では株価と地価変動の間のラグは大体1年から1年半である。従って、それを適用すれば、株価が上がり出したのが1月、2月であり、それから1年ないし半経過して今後上昇に入っていく段階であると

思う。一方、リストラや銀行の不良債権処理などの別の圧力がある中で、過去の経験則をそのまま適用して良いのかどうかという問題を一応念頭においている。

#### 篠塚委員

法人・個人別の実質預金をみると、法人の流動性がかなり積み上がっている一方、個人預金は所得環境が悪いため下がり続けていたが、このところ若干下げが止まっている。これは経済実態において所得が多少下げ止まってきたことと整合的とみるのか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

個人預金の数字を所得環境との関係で説明するのは非常に難しい。例えば、流動性預金については個人も結構伸びており、その意味では低金利に伴う機会費用の低下が効いていることは間違いない。ただ、その預金がここに来て下げ止まった理由を所得環境の変化で説明するには今少しデータを待ってみたい。

#### 速水議長

これだけ生産と出荷が伸び、所得も増えている中で貸出が増えないのは手許資金を使っているということか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

然り。これだけ経済活動が活発になる以上、直感的には企業も金回りが非常に良くなっているはずである。普通は金回りが良くなれば在庫の積み増しや、さらに設備投資のために金を使うという形で資金需要が盛り上がっていく訳であるが、現状はまだ金回りの好転に伴い返済するという段階に止まっている。良くなったがゆえに在庫を積み増し、設備投資を行なうという段階まではまだ至っていないと思う。

(午前 10 時 39 分中断、午前 10 時 46 分再開)

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それではこれまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討を行なって参りたい。本日は、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議をする。その後で、金融政策運営に関して再度順番に意見を頂いてから討議をする。最後に、政府から出席されている方々から、もし意見があれば承るという順で進めて参りたい。

まず、金融経済情勢について、本日は中原委員から願います。

中原委員

9月の景気動向指数に基づいて分析すると、コンポジット・インデックスでは4月から5月にかけて底が入った後順調に回復している。しかし、方向感はあるものの、ペースが非常に悪く量感も非常に悪い。C Iの先行指数は一致指数に5か月先行する訳であるが、その動きから見通すと来年の1月までは一致指数のC Iが上がらないというように、量感が非常に乏しい。先行指数を分析すると、上昇トレンドにあることははっきりしている。これは8か月から10か月先行するため、大体来年の第2四半期までは弱いながらも回復を続ける可能性がある。ただし、例えば経済調査会が発表している主要資材32品目の価格動向は8月から10月にかけて再び下落傾向が出てきており、注目に値すると考えている。そうしたことを前提とすると、恐らく目先10～12月から1～3月にかけて小天井になる可能性が非常に強い。

具体的にみてみたい。一つは99年7～9月の鉱工業について出荷・在庫バランスをみると、出荷は前年比、在庫は前年同期末比をとると7～9月で10.9%の差がある。出荷の方が好調である。この10.9%という数字は84年と97年の過去二回のピークに非常に近い水準である。恐らく出荷と在庫のバランスが、7～9月に最も良くなっており、年明け以降は在庫調整に入り、

生産も調整に入ることになるのではないかと思う。

輸出については、アジアの中で貿易収支が赤字化する国が出てきそうである。アジアの輸出は伸びているが、輸入も急増しているため、そうした国が出てきていることは要注意である。消費も9月の全世帯の実質消費は-1.9%と急減しており、これは99年の初頭に次ぐ急減である。また、消費支出を単身者、二人以上の勤労者、自営業者の三つの世帯に分けると、55%を占める勤労者世帯はほぼ横這いで動意はない。勤労者以外の所得が30%を占めているが、これは98年の1~6月まで増加して、6月をピークに7~9月はダウンしているため、恐らく1~3月、4~6月の消費を支えたのは専らこの層であったと思われ、今後の動向が注目される。1~3月、4~6月において、この自営業者層では交際費や雑費、住宅の修繕費等その他消費が非常に増えており、特別信用保証の効果がこの辺で出て、7~9月に出尽くしたと解釈できないこともない訳である。単身者は98年度ベースでは15%を占めているが、97年の7~12月を底に段々伸びてきて99年の1~6月は+4%と伸びた。これは主にIT消費、PC、モバイル、パソコンゲーム等であるが、やはり力不足である。従って、消費全体としては、これから先行き余り望めない。

設備投資は過去の例からみると95年を100とした稼働率指数が104を超える頃から本格化する訳であるが、現在はまだ97程度であり、恐らく底が入るのが来年度の後半以降と思っている。情報関連の消費と投資についてであるが、日本では電話通話料+通信機器+パソコン+ワープロの消費に占めるシェアは95年に底入れし、ウインドウズ98や携帯電話の新サービス追加等から加速的に増加しており、直近では名目ベースで2.7%、実質では3.3%となっている。それに対し、アメリカは98年で電話通話料+通信機器+PCのシェアが、名目で3.8%、実質が5.9%と実質の上昇が非常に顕著である。これは価格低下、品質向上によって支えられたものだと思うが、いずれにしても実質消費でみるとシェアが日本の二倍ある。設備投資でもITのシェアが97年で日本は12.5%、アメリカが33.9%と約3分の1である。これを対GDPの数字に直すと日本は2.3%、アメリカは4.0%であ



り、95年以降急速に拡大している。従って、消費で2分の1で、設備投資で3分の1である。日本の12.5%は、98年度の機械受注に占めるシェアをみても、通信7.8%、電気機械3.5%合わせて11.3%になる訳で、設備投資のうちシェア10%の情報通信機器については今後も堅調である。その他の90%は下げ続け、来年度の下期頃にならないと底が入らないと思う。名目GDPに対する設備投資の比率はアメリカが現在約11%、日本が13%近くにきているため、来年度の下期頃になれば底が入るのではないかと考えている。

企業収益は中間決算が出ているところであるが、短観に比べて売り上げの伸び率が下がっている。恐らく円高の影響が来年の1~3月、4~6月にかけてじわじわと効いていき、景気のブレーキになるとみている。私が一番気にしているのが原油価格である。前回の決定会合でブレント原油では第4四半期のアベレージが大体24ドル、来年の第1四半期が26、27ドルになるだろうと申し上げたが、既にブレント原油では91年の湾岸戦争当時を抜き非常に強い動きになってきている。WTIも25ドルに乗せたりしており、今後シーズンに入るため、非常に気になる場所である。一番気になるのは、ブレントのフューチャーで非常に建て玉が増えていることであり、ニューヨークのNYMEXの建て玉にロンドンのIPEの建て玉を足したそのトータルの中に占めるブレントのシェアをみると、最近の4週間で31%から39%へと増えている。一定の計算をすると、1億バーレル相当のフューチャーが増加していることになる。そうした中での問題はイラクの動向であり、国連の制裁により石油の輸出がままならないが、今月にそのリニューアルがくる。従来のように一定の条件をつけて売らせることになるのか、イラクが拒否するのかが大問題である。現在、第4四半期の世界的なインバランスは300万バーレル/日であるが、イラクは300万バーレル/日で生産しているため、仮に国連との話し合いが決裂すれば、600万バーレル/日の不足になり、大変な価格の値動きになると心配している。年末にかけて、これが一番大きなポイントになるのではないかと考えている。

## 篠塚委員

景気の基調については、私はこれまで底固さが増していると表現していたが、今回は一歩進め景気は持ち直していると判断したい。そのように判断した内需の動向と懸念材料である雇用調整の二点についてお話したい。

まず内需の動向である。個人消費関連指標は一進一退の動きを続けているが、雇用・所得環境の悪化には歯止めが掛かりつつあり、また消費性向も底固く推移していると思われる。すなわち、失業率は8月、9月と2か月連続して低下し、9月の有効求人倍率も0.47倍と8か月振りで改善している。その間、有効求人が7~9月に前期比で1.5%増加し、また新規の求人倍率がサービス業を中心に増えて前期比で+3.2%になっていることがプラス材料である。もとより雇用過剰感は引き続き強く、雇用関連指標がこのまま改善傾向を辿るとみる訳にはいかないが、他方で生産や第三次産業の活動の持ち直しなどをみると、悪化していく懸念は後退している。次に、設備投資はGDPに占める設備投資の比率が70年以降のボトムを割り込む状況などからみて、従来であればそろそろ回復に向かってもいい状況にあるとみられる。しかし、実際は過剰設備の調整が重石になっており、依然として下げ止まってははいない。ただ、機械受注や建築着工床面積などの先行指標の動きは減少しているが、減少テンポは緩まりつつある。焦点は設備投資がいつ底を打ち持ち直しに転じるかであるが、それを考える上では大企業に比べて機敏に対応する中小企業の動きに注目すべきである。中小公庫が毎月行なっている中小企業の景況調査によると、売り上げ見通し、利益などの判断は緩やかに改善している。生産設備判断は依然として過剰感が強いが、過剰超幅の縮小傾向が明らかになってきている。こうした企業の考え方の変化が直ちに実際の設備行動や投資行動に結びつく訳ではないが、同じく中小公庫が調査している製造業の今年度設備投資計画をみると、当初計画の前年比-24.7%から9月調査では同-9%へと大幅に上方修正されている。特に、下半期については前年比-2%にまで減少幅が縮まっている。現在のように設備過剰感が根強い中では、設備投資が底を打って持ち直しても、そのテンポは非常に緩慢になることは避

けられないと思うが、2年間に互り大幅な減少をみた後だけに、僅かではあっても持ち直しに転じるだけで景気の姿はかなり変わってくると考えている。

三番目に輸出が増加傾向を辿っていることである。9月最初の本会合においても、東アジアの生産・最終需要の回復と相俟って東アジアとわが国との輸出入が拡大しているほか、東アジア向け輸出の拡大が一般機械、電機、半導体等電子部品などを中心に国内生産の増加を誘発している面が期待できると申し上げた。実際に東アジアではアメリカ、日本等への輸出が好調を持続する中で、既往の景気浮揚策の効果浸透などから個人消費も持ち直している。景気回復の傾向が一層明らかになってきている。こうした状況の下で日本からの東アジア向けの輸出も大幅に増加している。7~9月期の輸出数量の前年比は全世界向けが+4%であるのに対し、アジア向けは+15%とかなり大幅なものになっている。以上のような動きから、生産は10~12月期も増勢を持続すると見込まれるし、年明け後も調統局のマイクロヒアリングなどを参考にすると底固く推移する感触である。また、景気動向指数も一致指数が3か月連続、先行指標も2か月連続して50%を上回っている。全体としてわが国の景気は持ち直していると判断したい。

次に、懸念材料である雇用調整について触れたい。今後の景気展開は構造調整の帰趨と、その見方に大きく作用される。雇用や設備の過剰感がまだ強いため、仮に企業のリストラが当初想定されたほどは急激に進まないとすれば、短期的なデフレ圧力は懸念されるほど強くない訳であるが、一方で企業の再生スピードもその分だけ遅くなることは覚悟せざるを得ない。雇用面では高すぎる分配率が問題となっており、その適正化のためには、雇用者数か賃金面での調整のどちらかにウェイトを置いてやっつけていかなければならない訳であるが、現在の大企業のリストラ計画では、自然減による人員削減が一般的だと思う。一方、製造業のユニット・レーバークストは本年の3月から対前年比で低下傾向を辿っているほか、時間当たりの名目賃金の伸び率も縮小しており、賃金調整が緩やかに進行している途上にあるとみられる。

その背景には、企業が賃金体系を能力給重視に見直していることに加え、パートタイムの比率を高めるなど人件費の削減を図っていることがある。実際に常用雇用に占めるパートタイムの比率は、98年の16.3%から今年の7~9月には19.6%へと3%強も急上昇している。こうした状況の下で、企業の構造調整を支えるために必要な雇用政策としては、各企業の雇用を維持させる従来型の政策から、社会全体で雇用を確保し新しく作り出す政策に転換することが必要である。例えば、アメリカでは情報通信技術を積極的に産業全体に取り込み、デジタルエコノミーを実現している。わが国でもベンチャー企業の企業支援を含めて新しいサービス業を創出するとともに、それが生活基盤全般に普及していくことを実現する政策が不可欠である。また、欧米諸国の例をみても、サービス産業では、業務の変動に応じて労働力の季節的あるいは時間的な調整が重要であるため、パートタイム労働やその他の非正規雇用型労働の割合が高くなっており、合わせて女性の労働力化が進んでいる。従って、社会保障制度や税制なども含めた労働条件の面で、オランダのようにパートタイム労働者がフルタイム労働者に時間以外では差がない労働を提供するような条件、および雇用環境を整備することを検討すべきである。さらに労働者の移動を円滑にするために、各人のエンプロイアビリティを高める職業教育の充実や各種年金間の通算制度の確立、雇用保険の充実、人材派遣業、職業紹介事業の自由化などが雇用の受け皿作りのために必要である。昨日発表された経済新生対策でも、雇用関係においては新しい制度として中小企業の創業支援等による雇用創出策が柱となっていた。これは新しく雇用を創出する政策であるが、こうした政策が単なる助成金のばらまきではなく、従来型の雇用維持から新しい雇用を創出する雇用労働政策の転換に繋がる第一歩になればと期待している。

最後に、金融面に関しては前回の会合以降落ち着いた展開になっている。株価は堅調に推移しているし、主体別の売買でも相場を主導してきた海外投資家に加えて、最近では投信からの資金流入が目立ってきている。海外投資家は過去1年間で約8兆円も買い越した結果、日本株のアンダーウェイ

トの是正がかなり進んでおり、今後はやや買い姿勢が緩やかになる可能性もあるが、基本的には景気回復期待などから日本株の買い姿勢は続くものとみている。こうした中で、最近では投信も買い姿勢を強めている。各運用会社の商品戦略が功を奏している面も大きいと思うが、ゼロ金利政策の下で個人の投信購入意欲が強まっていることが背景にある。株価の上昇は家計の心理にもプラスの影響を及ぼし、ひいては景気の持ち直しを支える効果があると思う。

#### 植田委員

私も先程の事務局の説明と認識は概ね同じである。日本経済を現在動かしているメカニズムについては、私や事務局がこれまで考慮してきたものから現在のところはずれていないと思う。すなわち、政策面からの需要刺激策の影響が弱まりつつある部分もあるにせよ依然としてある程度継続していること、東アジア諸国の急速な回復およびアメリカ経済の好調持続を背景とした輸出の強い動きが続いていること、さらにはIT関連の様々な動きが経済の需要供給両面へプラスに効くなど、官民両方の構造調整努力の動きが一部プラスにも効いていると思う。この結果、非常に弱い形ではあるが、経済の中に良い循環が始まりつつあるかどうかという状況になってきている。それが弱い形であるのは、プラスの面もあるが、企業のリストラ努力が厳しく続いているために通常の乗数効果等が余り強くは働かない状況にあるためである。それでも、雇用、雇用者所得、さらには先行指標の一部から判断するに、設備投資の一部に下げ止まりの兆しがみえるような明るい動きが出ている。

また、9月以降問題となっていた為替レートの問題や内外資本市場にも取り敢えず若干の落ち着きがみられる。これはG7での協調体制の確認が寄与したとみられるが、暫く前に発表されたアメリカの生産性上昇の動き、良い意味でのサプライショックがまだある程度継続しているという指標の発表も大きかったと思っている。図らずも円高問題の一部がドル安問題であったことが確認された格好である。さらに110円を上回る円高にもか

かわらず、日本企業の対応も予想外に落ち着いていると指摘できる。勿論今後一層の円高が急激に進行した場合にどうかは別問題である。

今後を展望すると、昨日発表された経済対策も支えとなり、来年のかなりの時期まで弱い好循環が続いていく可能性があると思われる。当面のリスクは、相当低調であろうと予想される冬のボーナスに対して消費がどう動くかということ、また潜在的リスクとして、米国経済にインフレの兆候が現われることが挙げられる。最大の関心事は、来年のどこかで設備投資に本格回復の兆候が現われるかどうかだと思ふ。そうなるためには、マクロの循環がプラスに働くだけでなく、構造面の様々な問題の進展と解決が必要である。しかし、足許では若干のデフレ圧力となっているリストラ努力、あるいは法律、会計、税制面からの色々な支援措置、さらに金融業での再編の動き等がこの先は設備投資等にプラスの影響をもたらす可能性があることは否定できない。足許の情勢については、これまでよりもさらに明るい材料が増えているし、来年についてもそこそこの希望が出てきている。さらに日本の株式市場の動き、あるいは社債とJGBのスプレッドの縮小の動き等も一部こうした判断を反映したものである。しかし、来年については実際に消費、さらに設備投資の先行指標等をみてみないうちは依然として希望の段階であり、デフレ懸念はまだまだ払拭できていない状況である。

#### 藤原副総裁

執行部から説明のあった経済諸指標をみると、景気の足許と先行き見通しの両面について従来よりもかなり注目すべき材料が挙がってきたのではないかと思う。まず足許では、輸出や生産などこれまでも好調が目立ってきたものがさらに明確に増加傾向を示しており、景気の現状は前月からさらに一歩前進したと思う。従って、執行部は下げ止まりから持ち直しという表現を用いている訳である。項目別にみると、公共投資や住宅投資は頭打ちの感はあるが依然水準は高く、下支えの役割を果たしている。昨日政府が打出した経済新生対策の効果も加わっていくものと思う。輸出はア

アジア向けなどを中心に一段と増加している。円高の影響としてまず考えられるのは輸出入を通じたルートであるが、現在は外需のプラス効果が円高のマイナス効果を上回っているといえるのではないか。これは 97 年のアジア経済の減速が日本の景気後退にかなり影響を及ぼしたことの裏の作用として、今度はアジアの回復が日本経済に相当程度プラスに作用していると考えても不思議ではない。こうした需要動向を受けて生産の増加傾向がさらに明確になっているし、在庫調整もマクロのベースでは概ね完了したといえる。

先行きに関して常に問題点となるのは個人消費と設備投資であるが、両方とも少なくともこれまでに比べれば、前向きの材料が僅かながら増え始めているように思う。これだけ明確に生産が増加してくると、企業収益や賃金にプラスの影響が及ぶことが当然考えられるが、実際に所定外労働時間や所定外賃金などの指標にはそうした傾向が明瞭に現われている。雇用関連の指標は全般に下げ止まりの様相を呈してきている。仮に雇用情勢の改善が続いていけば、個人消費の持ち直しに向けての重要な条件が整うことになる。また、製造業の設備投資に下げ止まりの気配がみられている状況もこれまでになかった明るい材料と言える。勿論、こうした企業収益や賃金の改善が今後本当に民需の持続的な回復に結びついていくかどうかについては、リストラの動きなどもあるため、慎重にみていく必要がある。その意味で、現段階では現状認識の結論の後半、つまり「民間需要の自律的回復のはっきりした動きは、依然みられていない」という表現を見直すのはまだ時機尚早かと思う。ただ、この数か月、こうした先行き見通しは変えないままで、現状評価の方は一歩ずつ進めてきた訳である。従って、先行きの見通しと現状判断との間に徐々に出てきたその幅は少しずつ開いてきている。本来は足許が良くなれば先行きもそれに続いて良くなっていくという表現も使うべきであろうが、そうした表現を使っていないところに微妙な差があるのかもしれない。足許の経済の改善が続けていけば、いずれ先行きの民需に波及していくはずであり、実際その方向での材料も出始めていると言える。従って当面の情勢判断に当たっては、この幅をいか

なる材料に基づきいかなる判断で埋めていくかが重要なポイントになっていくと思う。

こうした景気情勢との関連で気になる問題の一つは、長期金利の動向に対する世間の見方である。今後景気が本格的に回復軌道に乗っていけば、長期金利が上昇してくるのは筋道として避けられないものであるし、多少のブレを含めても受け入れていくべきだが、市場に対して長期金利に関する安易な相場操作の期待は持たせるべきではないと考える。そのためにも長期金利の動きの背景にある経済情勢を適切に分析し、マーケットや世の中に対して丁寧に説明していくことが必要である。

#### 山口副総裁

総需要の面で多少ポジティブな動きが出てきている。純輸出が力強く経済をサポートしている状態が持続している。世界景気が同時回復という局面に移りつつあることが基本的なバックグラウンドだと思う。世界経済の成長予想をいわゆるコンセンサス・フォーキャストで辿ってみると、6、7月から現在までの間に99年については大体0.5~0.7%ポイントの上方改訂が行なわれているし、来年2000年についてはさらに0.4%程度上方改訂が行なわれており、累積では世界経済の成長が約1%ポイント方上振れてきている。これは、以前に調査統計局から説明があった「120円から105円程度に為替が上昇することによるデフレ効果」を2年間でオフセットする程度のパイの拡大が起きているということだと思う。こうした世界経済の拡大に助けられながら純輸出が景気をサポートし続ける可能性が高まってきている。政府支出については、今般の公共工事の補正規模が我々がこれまで前提としていた数字よりも幾分大き目に出てきているため、結果として2000年を通じて政府支出が緩やかに減少していくというパスを確認しつつあるのではないかと思う。逆に言うと、大きなフィスカル・ドラッグになるのを避けながら、財政が運営されていくであろうことを概ね確認しつつある状況ではないかと思う。

設備投資については、先行指標からみて製造業では多分ボトムを打った



可能性が高いのではないかと思う。しかし、いつから回復に転ずることができるのかがまだみえていない状況ではないか。最後に、消費については、第3四半期の指標は概して弱めに出てきており、基本的に一高一低という流れの中の「低」の局面が出たのではないかと思う。それを本年上半期の局面から全く逆方向に切り替わりつつあるとみる必要はない。というのは、小幅ではあるが雇用持ち直しの動きがかなり広い範囲で生じていることを評価したいためである。常用雇用者よりはパートにウェイトが掛かっており、従って賃金のレベルも平均レベルとしては低めになりがちであるなどのネガティブ・サイドはあるが、雇用トータルとして改善ないし悪化に歯止めが掛かりつつある状況はそれなりに注目すべきことである。

以上を踏まえて、最も重要な物価について何を言えるかである。まず第一点は最近の物価の下落圧力の緩和が何によって生じているのかについて、調査統計局では原油価格の上昇に加え、在庫調整の進捗により製品の総供給量が絞られていることによる部分が大きいと考えている。私はそれに加えて輸出に主導された物の需給の改善、つまり需要サイドからみた需給の改善があるのではないかと思う。それが、需給ギャップがかなり大きい状態の下でも限界需給の改善をもたらし、物価の下落圧力を緩和している部分を今少し評価した方が良いのではないかと感じている。これは逆に言えば、輸出の好調が続き限界需給の改善が続く場合に、引き続き物価の下落圧力が和らいでいくであろうという予想に繋がる訳である。第二点として賃金の調整面に掛かる圧力を考えていくと、ここはなかなか明瞭な結論を出し難い状況になっている。雇用トータルとして悪化に歯止めが掛かりつつあるとはいっても、常用雇用者が減少し、パートないし季節工が増加している状態であり、平均賃金には低下圧力が掛かっている。また、中期的なリストラ要因は恐らく途切れずに今暫く続いていくと思う。循環的に企業収益が改善していく場合の賃金に対するプレッシャーとそれを緩和する力との綱引きがどうなるか、そこが今後数四半期にかけて注目すべき点である。この点は今少しエビデンスをみてみなければ明確なことは言えないと思う。三点目に、限界需給の改善ということを申し上げたが、そ

の改善が持続するためには肝心の民需回復のシナリオが今少しはつきりと見えてくる必要がある。以上のような物価についての様々な圧力を総合すると、まだデフレ懸念が払拭されつつある状況までは到達していないように思う訳である。

最後にマーケットの動向については、金融市場全般に経済の緩やかな改善をサポートする動きになってきていると思う。為替、株価ともアメリカ次第という面があるため、時として多少の波乱はあり得る。しかし、アメリカ経済についてはB I SでグリーンSPAN議長の話などを聞いた印象を踏まえると、物価上昇圧力がそれ程強まることなく当面はかなり高い成長を続けていく可能性があるのではないかと感じている。ただ、資産価格の動きの中で一つ注意すべきは日本の地価の軟化傾向が続いており、金融機関の資産の不良化がダラダラと続いているということである。以上を総合し、景気の現局面は一コマ程度前に進みつつある状態ではないかと思う。

#### 武富委員

第一点目は景気の現状であるが、一言で言えば小じっかりした感じが強まってきている。これに寄与しているのは限界的には専ら輸出増加効果である。この効果が少なくとも生産と雇用、所得の一部にまでは及んできている。しかし、現状はそこでストップしているために消費、設備投資の本格回復に繋がらないし、借入需要の本格回復に繋がっていない訳である。本当の意味の経済全体の構造調整、あるいは企業の事業の再構築が終了していないためであると思っている。

第二点はアメリカである。一つはアメリカ経済が早い時期に調整するのかわからないのかという観点である。仮にそうした事態が起これば、市場の反応を通じて小じっかりしたとはいえ微妙さを残している日本の景気に間接的に色々な影響を与える訳であり、その意味では外部ショックのリスク要因として押さえておかなければならない。今一つは仮に調整が起きないような展開であるとすれば、アメリカの長期の経済刷新がどういう理由で成功したのかは、日本の景気回復の本格化をまだ妨げている構造調整を早

めるなどの観点から参考になるということである。

アメリカの金融機関を含む経営者、エコノミスト、政策当局ともに、ここに来てニュー・エコノミー的な見方に軸足をシフトしつつある印象がある。一頃までは低インフレ、低金利、低失業、高成長、高株価というベストミックスがかつての経験からみると、そう長くは続かないのではないかと心配していたと考えていたが、その後の事実の展開をみるとなかなか調整が起きない。従って、ニュー・エコノミックス的なことが本当かもしれないという方向に思想を相当切り替えてきている節がある。仮にそうだとすれば、こうした長期の経済繁栄とは何かということになる。断定はしないが、ある種の産業革命が起きているという見方もできるし、現実にもそうした見方もある。静かな革命により経済の質と次元が少し高い方に動き、それが止まるまでは経済成長率が従来よりも高い水準で走れる経済になったのかもしれない。アメリカ人も摩訶不思議に思っている面はあろうが、ジョブレス・リカバリーといていた 90 年代前半から半ばまでの動きがいつのまにかジョブ・クリエーティング・インダストリアル・レボリューションに変わってきているのではないかというのが私の仮説である。

その背景について、技術、企業経営、政策という点からみてみたい。技術については IT 革命、情報通信技術の発達、加えてバイオ技術も相当核になりつつあるようである。企業経営についての日本とアメリカの違いは、事業が行き詰まったときにトップを変え、その新しいトップが完全にトップダウンで——大袈裟に言えば一夜で——会社を変えるか否かという点である。確かに、世界に冠たるアメリカの企業で、社名はこの 10 年間同じだが、事業内容が全く入れ替わっている先がある。ともかくリストラが早い。政策面では、以前からの規制緩和の良い方向での影響が大きいと思う。しかし、特に連邦政府段階の政策はそれほどある訳ではなく、これだけの経済革新が起きたのは草の根のプライベートイニシアティブによるものである。具体的に言えば、地方公共団体等が産・学を巻き込んで、ベンチャーその他にアレンジャーという形で展開したことが根本にあった

ということである。また、仮に連邦政府の政策ということであれば、クリントンの経済政策のうちこの長期経済繁栄に一番寄与したのは、連銀に対して介入をしなかったことであるとの見方が広範に定着している。

三番目に市場の一部から出ている情報をどう読むかということである。企画室から日米株価の連動とクレジット・スプレッドの縮小について説明があったが、いずれも市場が日本の民間経済主体のクレジット・リスクが小さくなってきていると見ているということであり、景気が小じっかりということと整合的な動きである。付け加えれば、日米株価の連動の中心はIT革命を核とする世界規模で事業を行なう企業についてであり、事業再構築が終わった後の展開を日米欧どこであれ投資家が同じ尺度で同時に買うということだと思う。つまり、あるジャンルの企業の株価の国際均等化現象が起きており、その部分が日本の株価を引き上げている。そうだとすれば、日本の株価上昇もアメリカがこれまで10年間やってきた事業再構築を日本の先端的な企業も今後やっていける能力があるとみて投資家が買い出したということかと思う。そういう意味で、日本経済の回復の可能性については、構造調整や事業リストラで妨げられて、小じっかりがまだ本格的になっていないが、世界の投資家の一部も本格化するとみていると考えれば、多少先行きについて希望が持てると思う。

### 三木委員

第一は実体経済の動きであるが、一言で言えば輸出主導の生産増による景気回復への動きと表現できると思う。一つは公共投資、住宅投資で下支えしつつ輸出主導の生産増加による景気回復の動きになってきている。二つ目は明暗入り乱れた斑模様、二極分化の状況の中で、明の部分、暗の部分いずれも徐々に良い部分が増えてきており、それが生産の持ち直しに繋がっている。三つ目は個人消費が消費構造転換の過程にあり、現在は踊り場の状態にある。四つ目は企業収益が回復の動きにあることであり、これは輸出による量の効果とリストラによるコストダウン効果に支えられたものである。もっとも、この9月の中間決算では円高により予想していた

増益幅の相当部分が消されることになる。従って、現在の円高水準が続けば、先般の短観に示されたような下期の収益回復パターンも緩やかにならざるを得ない。五つ目は、企業マインドがかなり持ち直してきていることである。企業経営者のマインドは、金融システム不安がほぼ解消したこと、貸し渋りも解消し企業の資金繰り不安が後退したこと、構造調整が徐々にではあるが進捗することによりリストラに伴うコストダウン効果が大きく効いてきていることから、改善してきている。ゼロ金利政策の浸透が企業の資金収支改善に寄与しているし、株価の回復もある。輸出主導ではあるが生産の持ち直しに結びついてきており、企業は資金繰りよりも仕事量に関心が移っている。

物価については、需給バランスの悪化に伴う企業物価の下落はほぼ止まったのではないかと思う。ただ、値上げが非常に難しく値戻しができない状況にある。今一つはリストラ進展による企業物価の下落リスクがなお残存することである。消費者物価にはむしろ下落余地があり、これはある意味では良い物価下落である。需給バランスの悪化に伴う企業物価の下落圧力については、輸出増による生産増加、在庫調整の完了を背景に取り敢えずストップが掛かってきている。ただ、過剰設備のプレッシャーもあり、また内需が盛り上がってこないため、なかなか値上げができず、ほとんどの中間製品等を中心になおほぼ横這いである。企業のリストラ進展により企業物価の下落リスクがなお残存しているのは、コストダウン要請が製品の方から素材の方へ逐次波及していく訳であるが、この波及によるマイナス効果がむしろ今後出てくるという感じがあるためである。消費者物価は安定しているが、内外価格差の残っているものが非常に多く、国際的にみて日本の物価はまだ高いといわざるを得ない。

次に財政政策についてである。依然として民需の自律回復の確たる兆しがみえない中で、公共投資は昨日発表された経済新生対策に盛り込まれた事業規模を踏まえると、来年の1~6月までの段差問題がほぼなくなったと考えて良いと思われ、我々が懸念していた問題はクリアできたのではないか。従って、次に住宅減税、設備投資減税等の政策減税の継続が需要喚

起のために是非とも必要である。また、特別信用保証枠はシーリングが10兆円増えることになっているが、中小あるいは零細企業の経営を支える効果が期待できるように内容の充実を図ることが課題である。今一つ、個人の消費マインドを回復させるためには、国民の先行きに対する不安感を解消することが不可欠であり、年金介護保険等の問題も含めた社会保障に対する不安を解消するための制度基盤を早く整えることが求められている。

四番目に、企業金融については直接金融も含めて金融市場は円滑に機能しており、実体経済が必要な金を十分確保できる環境は整備されている。これは量の効果であるが、金利面でも低金利が企業収益を下支えしていると同時に、低利で資金需要に応えることができるという意味で、コスト的にもベストな資金調達環境が維持されている。ただ、資金の需要サイドからみると、過剰設備、バランスシートの修復問題、先行きの需要見通しの不透明感、資本効率重視の経営などからなかなか設備投資需要に結びついてこないのが実情である。最近の動きとして注目されるのは、生産が持ち直してきている中でこれまで先送りされてきた設備の修理補修投資に踏み切る動きがようやく出てきたことである。資金の供給サイドとしては、前向きの融資スタンスを継続しているということだが、銀行は経営健全化計画達成に向けてスプレッドよりも量を確保する姿勢をより強めてきていると思う。また、資本市場の起債環境も非常に良好であり、金融資本市場は企業の資金需要に十分応えていけるパフォーマンスを維持していると評価し得る。

信用仲介機能についての問題として二点申し上げたい。一つは、経済成長を促すための金が経済にあまねく注入されるためには、ベンチャー企業、既存企業を問わず、財務諸表で機械的に信用力を判断するのではなく、企業の真の実力を見抜いて信用仲介機能を担うことが非常に大事である。つまり、金融機関は自己査定の第Ⅱ分類の企業への資金供給を今少し念頭においても良い局面に来ているのではないかということである。また、銀行の商工ローンへの融資が非常に問題になっているが、本行としてはディシプリンの効いた健全な信用仲介機能を金融機関に求めるべきである。

## 速水議長

委員方の皆様のご意見、ご判断あるいはご説明について、自由に討議してまいりたい。

## 中原委員

日本経済は第1四半期は公共投資主導、第2四半期はハウジング主導、第3四半期は恐らく輸出主導になると思うが、第4四半期以降の柱が良くみえない。従って、回復感が非常に弱くなっている。それを前提とした上で、企業のリストラが十分に進んでいないことを指摘しておきたい。因みに、法人企業統計の法人企業の売上高に占める人件費の比率がまだ上がってきている。これを90年から94年の5年間の平均でみると11.9%、95年から99年が13.1%の増加率である。これは推計も入っている。4四半期の移動平均でみて14%を超えたところで横這い、ようやく上げ止まったという感じであり、人件費についての対策が遅れている。実は常用労働者の中で一般からパートに移るのだが、常識的にはリストラにより首になった人が再就職する場合には賃金は半分になる。そうした意味で、雇用者が減らないとしても賃金が半分になれば消費に長い間影響を与えるのではないかと思う。

最近の各種ペーパーを読んでいると、なぜアメリカがニュー・エコノミーなのかという話が色々でている。フィリップス曲線を多少修正してはどうかという動きがでているようで、例えば、失業率は現在4.2%とほぼ30年間の最低レベルにあるが、それに製造業の稼働率を加えてみると約80%であり、これは歴史的な平均値よりも2%ポイント程度低い。従って、賃金上昇のプレッシャーを価格上昇に反映させない働きをしていることが修正の第一点である。今一つは、利潤マージンをみるのはどうかという動きもあるようである。これは物価水準をトレンド・ユニット・レーバー・コストで割ったものでみているようであるが、トレンド・プロダクティビティ・グロースが上昇すればユニット・レーバー・コストが下降するため、賃金上昇を吸収できるということである。このように、アメリカの関心は

専ら生産性の上昇に移ってきており、要するにクォーター・トゥ・クォーター・プロダクティビティ・インクリース・ウォッチという格好でやっていると思う。99年1~3月の非農業の生産性の上昇率は2.2%であり、これは73年から93年の20年間の非農業生産性の伸びの1.1%に比べて倍になっている。それが一体どこまで続くのかにかかっていると思う。

アメリカは1999年は4%程度の成長だと思うが、それを2000年にトレンド・ポテンシャルと言われている3~3.25%へいかに落とすかが、最大の問題である。以前の決定会合で何回か申し上げたが、Fedの6月、8月の金利の引き上げは、株式市場を冷ますという意味では失敗した。従って、11月16日のFedの会合で一体どういう政策を採るのか次第では、株価が再びアップサイドにいく可能性も残しており、上げ幅もさることながら、ポリシーバイアスがどうなるのか、ニュートラルに戻すのかが、非常に問題なのではないかと思っている。いずれにしても、第1四半期頃からはスローダウンするのではないかと思っているが、いずれにしても来年のソフトランディングの可否が日本に非常に影響がある。

さらに申し上げたいのは、Y2K問題である。これは政策に関係あるが、キャピタル・マーケットのリクイディティが非常に下がってきており、銀行のリクイディティ・インデックスは5年間で最低になってきている。恐らくこれはY2K問題の影響だと思うが、アメリカではFRBが金利を大幅に上げた1994年初以来の最低レベルや昨年秋のロシア危機後の最低水準をも相当下回っている。その結果、株、債券、通貨、デリバティブ等の市場においてターンオーバーが減り、より高いボラティリティーになっている訳であるが、年末にかけて益々そうなるのではないかと思う。従って、投資家はポジションをできるだけニュートラルにしたいという行動に出ているようである。イギリスにおいても株式の価格ボラティリティーが非常に上がっており、ロシア危機後の昨年の10月やブラックマンデー暴落などを除いてある種の計算をすると、15年間で最高のレベルにある。このため、最近のアメリカやイギリスの株式市場は前場で株価が非常に乱高下し、後場でそれが訂正されるという動きになっている。ロンドンのデリバ



ティブ市場に LIFFE というのがあるが、このターンオーバーが前年に比べて約 25% 減っている。投資家はいずれにしてもニュートラルにするために異常なポジションを閉じ、ベンチマーク・インデックスに近づけることをあらゆる市場で行なっているように思われ、恐らく 12 月に入ると、こうしたマーケットがかなり沈静化していくのではないかと思っている。

今一つの Y 2 K 問題としては、これはまだエビデンスがないが、仮にある四半期において 3 ないし 4 日分の備蓄を増やすとなれば、それは 365 日のうちの 1% であり年率では 4% になる。最近のアメリカへの輸出には Y 2 K に影響されているところがあるような気がする。従って、日本やアジアのアメリカへの輸出も Y 2 K 問題がこの 12 月から来年の 1~3 月にかけて、どのように出てくるかに影響されるのではないかと思う。

#### 速水議長

多くの委員がアメリカの話がされたが、健全な推移を辿っており、余り心配することはないという意見だったと思う。基本的には生産性が伸びているし、物価も安定している訳であるが、経常収支は第 4 四半期だけでも 800 何十億ドル、年間約 3,000 億ドルを超える赤字が続いている。その裏には貯蓄不足とオーバーサプライの状態があり、そうした状態がいつまでも続くはずはないと私は思う。それがどこから崩れてくるのか。確かに、グリーンSPAN も生産性が伸びて、物価が安定しており、多少株が下がっても心配することはないと一時言っていたが、やはりグローバルな立場で考えれば、彼らはこうしたドルの垂れ流しの中でいかに通貨の信認を保っていけるのかと考えているはずである。恐らくドルは安くなっていくと思うが、その辺のところを植田委員や武富委員はどう思われるか。

#### 武富委員

私は前回会合で太平洋をまたぐ双子の赤字ということを申し上げており、アメリカの対外赤字は長期繁栄の裏側にある潜在リスクとして溜まっていると認識している。先程、産業革命という大袈裟な言葉を使ったのは、

91年3月からここまで長期に景気が回復・拡大し、まだ今後も今少しは続くかもしれないことを説明しようとするれば、そうした側面もあるのではないかということである。先行きの潜在リスクとして低インフレ、低金利、低失業、高成長、高株価という好循環がいつ調整に転じるかという問題のほかに、高対外赤字も当然ある訳であり、そのリスクは当然認識している。

ただ、そうした認識ではあるが、現在のところ幸い為替は105円内外で落ち着いているため、敢えて今回は繰り返し指摘していない。今回は日本の景気に対するリスクとしての短期的にみたアメリカの実体経済の調整と、仮に産業革命的なことだとすれば、今後の日本も一部の企業についてはアメリカの経験で役に立つことはあるという意味で申し上げた。決して対外赤字を忘れていた訳ではなく、それに楽観的ということでは全くない。

#### 速水議長

3,000億ドルの赤字自体は大したことはないが、アジアを含め日本も黒字であり、アメリカの赤字はその全てを吸収している感じである。

#### 植田委員

教科書的には例えばアメリカで新しい技術革新が起こり、それに伴い設備投資が大幅に増加するようなことが望ましい。しかも、設備投資により将来のGDPや所得がさらに増える状況であれば、海外からお金を借りてもその投資をファイナンスすることになる。裏側では将来の所得の上昇を株価等が前もって反映している訳であるし、つれて消費も増える。投資が増えて経常収支に赤字を出すことはある意味では自然な姿であり、どこかで所得が上昇してきて、その一部が借りたお金の返済に回るという循環になるため、赤字は減ってくるとみるのが普通である。従って、不健全と判断するのであれば、アメリカに向けてそうした生産性の上昇や設備投資に回らない形での資本流入が起きているということである。あるいは将来、所得が伸びる以上のものを前提に現在消費が行なわれているか、貯蓄率が非常に低くなっている場合に不健全ということになると思うが、現状そう

した関係は微妙なところにあるのではないか。

速水議長

やはり矛盾が累積してきているように思う。

植田委員

累積してきているかもしれないと思う一方、取り敢えずは生産性が上昇しているという指標が出てきている。矛盾しているようだ、蓄積しているようだという判断はあるかもしれないが、そうした判断を先送りしたのが現状ではないか。

中原委員

私は総裁の懸念が理解できる。これは一つの仮定であるが、冷戦構造が続いている時代には、アメリカはそれに勝つべく個人消費を非常に奨励した。世界的にもそれを奨励して、ソ連東欧陣営に見せつけた訳である。89年にベルリンの壁が落ちたことに伴いそうした奨励は終わったが、その惰性が続いていると思う。どこかで必ず是正が起きてくる訳であり、やはり株価がきっかけになるのではないか。仮に株価に何かあれば、相当な勢いで個人貯蓄を増強し、それで経常収支の赤字を減らさなければならない。そのような動きが必ず出てくると思う。

速水議長

やはり金利を上げていくということだ。

中原委員

金利が上がれば、自然にそのようになる。

篠塚委員

最近出た米国商務省のデジタルエコノミーという本には、現在のITを

含めた生産性の上昇に伴いインフレを起こさないで済んでおり、価格の調整は情報機器関係であるが、ヘドニック・アプローチのようなものを使い、常に見直しているためインフレを起こさなかったというデータが並べてあった。そのプロセスで雇用については、高い収益を上げる人と簡単な情報機器の操作に携わるような人との間に著しい二極分化が生じたが、そのプロセスで皆が株を買うようになったため、資産効果によりある程度バランスが取れたという政府の報告データがあった。米国のインフレが明確に現われないのは、そのような説明で納得したところである。

### 山口副総裁

消費プラス投資が世界貯蓄を遥かに上回る状態になっている訳であるが、貯蓄率が新しい統計でみるとマイナスのはずのものがプラスになったりしており、過剰消費と言えるのかどうか微妙なところである。また、国内投資もここ数年間非常にハイスピードに進んだ結果、グリーンズパンが言っているような生産性上昇の加速傾向が国内で出てきている訳である。かつてのアメリカの赤字は専ら過剰消費と関連して考えられており、余り生産性の上昇を伴わない赤字の増大が起きると理解されていた。今回は消費も非常にブームになっていると同時に投資もブームになり、生産性上昇の加速傾向が同時に起きている訳であり、一概に非生産的な消費に伴い赤字の拡大が起きていると言い切れない部分がある。

もとより、現在のアメリカのブーム的な状態はどこかで転換点を迎える訳であり、その時に総裁が言われるインバランスの問題が他の要因を押しつけてドミネートしてくる可能性はある。その場合に何が起きるかはよく分からないが、場合によれば為替相場の大きなリアライメントが起きる可能性もなくはないかと思う。問題は本会合で我々が議論している政策論との関係で考えた場合、そうした状況が起きるかどうかはよく分からないし、起きるとしてもいつ起きるかはさらによく分からない訳であり、我々の金融政策の議論の中には入れ難い要因ではないかと思う。要するに、中長期的なリスクとして頭に置いておく必要はあるということではないか。

速水議長

しかし、ドル安要因になっていくのではないのか。

植田委員

好循環で回っているという期待が外れた場合には、大きな調整が起きてくる。

中原委員

日本銀行として色々なシュミレーションはしておく必要があるのではないか。

速水議長

物価が上がらないのは、生産性が伸びて雇用、賃金が上がっていない訳か。

植田委員

賃金は上がっている。

武富委員

生産性がそれを上回っている状況である。

(午後0時18分中断、午後1時1分再開)

中原委員

最近の株式市場の特色は、オールド・ジャパンとニュー・ジャパンの姿がはっきり出ていることである。終り値ベースで9月の安値は9月27日だったが、そこから11月10日までにダウで1,747円上がっている。そのうちNTTデータが856円、ソニーが237円と、この二つだけで1,100円

の寄与率がある。この間に上がった銘柄数が124、下がったのは100である。上がった銘柄のうち上位10銘柄を取ると、実に値上がり額の66.2%が上位10銘柄で占められており、ほとんど通信、ハイテク関係、あるいはバイオ関係である。下がった101銘柄のうちの10銘柄を取ると39.5%である。上場企業3,300社の中で利益を更新してきているのが約300社ある。上場企業の売上高はGDPの3割であり、その10%が利益更新銘柄とすると結局GDPの3%が利益更新という意味でのニュー・ジャパンである。全体の10%が先程申し上げた情報化投資の比率に非常に良く似ており、その意味において今回の値上がりは非常に興味がある。昨日も値下がり銘柄が1,073あり、値上がりが212と非常にまだらな相場になっている。その中で新安値が183、新高値が43であり、益々オールド・ジャパンが売られてニュー・ジャパンが買われている格好になっている。時価総額は420兆円を超えているが、NTTドコモだけで26兆円、NTTで13兆円、NTTデータだけで5兆円である。NTTファミリーのみで実に40兆円になり、全体の1割はNTTファミリーが占めている。この間、ニューヨーク株式相場は非常に不安定な局面にあり、この帰趨が非常に注目される。

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

### 速水議長

次に、これまでの討議を踏まえて、金融政策運営に関するご意見を伺いたい。中原委員から願います。

### 中原委員

景気は景気動向指数その他の指標からみて本年4~5月頃に底を打った可能性が高いが、その足取りや量感は極めてフラジャイルなものである。従って、アメリカやアジアの景気が回復を続けている間に、わが国の景気をより加速させることが是非必要である。現在、株式市場が極端な二極化になっているのは今後リストラが否応なくさらに進むことを暗示している訳だが、そうした中で円相場は円安に今少し戻るかと思ったが戻らない。

これまでの抵抗線である 108 円を切って下にきた訳だが、今度は逆にそこが天井になり 108 円まで戻らない格好になっている。円高で落ち着いているのは次の材料待ちということだと思うが、この水準で止まっている限り、企業収益に対して下期以降非常に大きなインパクトを与えることは間違いない。長期金利も 1.8%前後で落ち着いているが、国内はもとよりアメリカの長期金利動向次第で現在の安定が束の間のものかどうか左右される。従って、現在程度の円高や長期金利がなるべく維持できれば良いが、それも非常に微妙な均衡を保っていると思っている。

そうした中で物価であるが、主要な素材 32 品目の価格が非常に弱くなってきた。それは販売競争が激化しているとか、輸入品との競争であるとか、流通機構で構造的な変化が起きてきたことなど色々な要因があると思うが、相対的に需要が足りないことが根本にあると考えている。特に建設資材の場合には、地域間でのばらつきも相当ある。石油の問題もあり、物価についてはまだまだ予断を許さないと思う。従って、私は景気の足取りをより確実なものにさせることを主眼に、これまで申し上げているように量的な緩和を提案したいと考えている。

#### 篠塚委員

執行部の経済活動の現状評価にあった「下げ止まりから持ち直しに転じつつある」という表現を糧として、この時期にやはりゼロ金利を解除すべきではないかと思っている。その意味で、このところ量的緩和論を巡る議論がさらに喧伝されているが、その必要は全くないのではないかという立場である。理由を申し上げたい。第一番目に、景気の今後の展望について上方に修正していることである。一つには輸出の増加などを背景に生産の増加傾向がはっきりとしてきたことが挙げられる。二つ目に雇用調整が進んでいるものの、個人消費が底割れするリスクがかなり後退してきており、また設備投資も減少テンポが緩んできている。三つ目に、第二次補正予算が来年度に向けた経済活動を下支えするものと期待できる。四つ目として、物価も概ね横這いで安定的に推移しており、民間需要の自律的回復が始ま

る兆しはみえてきたように思われる。

この時期に再びゼロ金利解除の議案を提案することに関しては、かなり逡巡した。前回までは2000年に向けたY2K問題があるため、議案を出さなかったが、Y2K問題については確かに不測の事態が起こる可能性は皆無ではないにしろ、日本銀行は10月の初めにY2K問題を踏まえた金融市場調節方針および貸出運営方針を明確に示したし、現在年末越えの資金供給残高も前年同期の約2倍のペースで実施している。従って、Y2K問題がゼロ金利政策解除の絶対的な障害にはならないのではないかと思うようになった。

さらに以前から何度も申し上げているように、ゼロ金利政策のマイナス面がこの政策の継続とともに目立ってきていると感じるからである。マイナス面の主なポイントとしては、第一に長期にわたる超金融緩和に伴い貸し手から借り手への所得移転が広範に行なわれてきていること、二番目にモラル・ハザードが強まっていること、三番目にこれと関連して構造改革を促進するインセンティブを弱めていることなどが指摘できる。資本主義経済の下では資本コストが経済活動の非常に重要なファクターであり、ゼロ金利は借り手の資本コストを著しく引き下げ、資本収益率を引き上げようとするハードルを低くしている。ゼロ金利は緊急時の応急処置として十分に意義があったと評価しつつも、現在もまだ緊急事態なのかと問いかけたい。景気が下げ止まり持ち直しに転じつつある状況は、緊急事態から脱したと解釈して良いのではないかと思う。ゼロ金利政策を長期に亘って継続することが、社会的コストに目をつむり、構造調整から逃避したいという企業のインセンティブを高めていることも無視できない。非効率な企業を弱者保護という大義名分で救済していることにならないという危惧を感じている。先日の日経新聞に「インフレを祈る」というタイトルのコラムがあった。こうした意見が堂々と主張されるところにも、現在の「何でもあり」の政策運営に伴うマイナスの影響が着実に強まっているのではないかと考える。



## 植田委員

現状維持で宜しいと思うが、現在のスタンスであるデフレ懸念払拭までゼロ金利を続けるという表現に忠実に考えていくとどうなるかという道筋で申し上げてみたい。この表現を私なりに若干突っ込んで解釈すれば、多少先までを展望した場合に、ある程度以上のマイナスのインフレ率に低下していく可能性が無視できないと判断するかどうかだと思う。従って、極めて大胆なマクロ的アプローチとしてフィリップス・カーブの考え方に基づき、そうした可能性がどの程度あるかを考えてみた。昨日打ち出された経済対策は、既に1、2か月前に想定していた対策への追加という面では財政で約2兆円前後の追加的な需要刺激が見込まれる。さらに、多少以前と比べて輸出が若干上方修正になっている。仮に、その他のマイナスの材料は一応無視するとして、非常にラフには両方合わせてGDPの0.5～0.6%強程度の追加刺激分が出てきたことになる。これに若干大きめの乗数効果を掛けると、追加のGDPの上方修正幅は大きくても1%程度かと思われる。この1%には乗数効果をかけているため、一部消費や設備投資がこのような動きに若干反応することを当然含んでいる。仮に1、2か月前における来年度の成長率見通しが0%前後であったとすると、そこから1%上振れするとして、マックス1%程度の成長率が現在見込まれる程度だと思う。

物価との関係では、これに伴いGDPギャップがどうなるかが重要であるが、これは潜在成長率の見通し次第である。潜在成長率がどの程度かについては極めて意見の分かれるところであるが、非常に大きな幅を持ってみれば0～2%の範囲で考えられているのではないかと思う。従って、成長率が1%とすると、GDPギャップは潜在成長率が0%であれば1%縮小するし、2%であれば1%拡大することになる。成長見通しをやや高めに出しているため、さらにギャップが拡大していく可能性も勿論排除できない。そこでインフレ率がどの程度ベースラインから振れるかを計算してみる。期待インフレ率は当面ゼロ近辺であろうと判断し、そのギャップの変化分がどの程度影響するかを考えるには、いわゆるサクリファイスレシオの

逆数、つまり1%のインフレを抑えるにはGDPをどの程度マイナスにする必要があるかというその逆数を掛けてやれば宜しい。文献によると90年代は0.6%弱という推計値があるため、1%前後のGDPのギャップの動きでは±0.6%程度のインフレ率の動きになると思う。ベースラインのインフレ率がゼロ、足許どの物価指数でみても対前年比では色々振れるが、3か月前比ではゼロの状況が暫くは続く動きであり、ゼロに±0.6%を足せば最大0.6%、最悪で-0.6%になる。あるいは成長率見通しが若干甘めであることからすれば、今少し下振れるかという程度かと思う。要するに、来年を展望してマイナスのインフレ率が実現する確率は50%ないし、50%以上ということになる。ただ、インフレ率が大きく下がっていくリスクはかなり小さくなってきたと思う。以上、非常に大きなマイナスのインフレ率ではないが、マイナス圏内に止まる可能性はまだ5割方はあると判断される。逆に、やや高い1%以上のインフレ率が実現するケースで、先程のような計算をなぞってみると、来年度にかけて2%前後以上の実質成長率が必要という結果も得られる。現時点ではまだその可能性はかなり低いし、こうした点のチェックは来年入り後の経済指標を見てからでも遅くはない。

一つ注釈を付け加えれば、現在のインフレ率がゼロというのは、通常のフィリップス・カーブあるいは通常推計されるGDPギャップとの関係でみると多少高すぎるインフレ率であるということが、これまでの分析の結果である。ゼロというインフレ率が必ずしもそう簡単に説明できず、今少し下であっても不思議はない。この解明できていない部分がやや無気味であり、この点は来年度を展望する場合の下振れリスクとして認識しておかなければならないかもしれない。総合すると、私はそれほど深刻なデフレではないが、ある程度のマイナスのインフレ率が実現する可能性はまだかなりあると判断する。従って、ゼロ金利維持で宜しいと思う。

藤原副総裁

景気は持ち直しに転じつつあり、こうした動きは先行きに対しても何ら

かの好影響を及ぼしていく可能性が出てきたと考えている。また、物価が当面横這いで推移しそうな情勢も合わせ考慮すると、今後の物価面でのリスク、つまりデフレ懸念の有無を判断する上でも微妙な局面に掛かりつつあるのかもしれない。来年は篠塚委員の意見に違和感を覚えなくなるかもしれない。ただ、現在までに得られている材料では民需の回復はまだはっきりと見通せる段階ではなく、やはり円高の影響も今少し見極めたい。従って、現時点ではデフレ懸念の払拭が展望出来たとはい切れる情勢にはまだ至っていないと判断し、ゼロ金利政策の継続を支持したい。

これまでに、さらに一層の金融緩和に踏み切ったらどうかという意見が各方面、内外から聞かれた。それに対し、政策決定会合はゼロ金利政策は金融政策としてぎりぎりの対応であり、結果としてその効果浸透が大事であるということで臨んできた。それに加え、足許の情勢からみると一段の緩和策の必要は明らかに後退してきているのではないかと思う。しかし、日本経済のみならず世界経済がアメリカの景気と資本市場動向というかなり大きなリスク要因を抱えていることも事実である。仮に何らかの追加的なショックが発生した場合、どう対応するかという問題もある。その意味で、当面の金融政策の運営に当たってはオーソドックスな政策対応と緊急時の対応という二つの頭を切り分けて持っておく必要もあると思う。先程万が一の場合という意見もあったが、それを常日頃の金融政策検討の大きなファクターとして入れる必要はないが、常にその危機を念頭に置いておくべき情勢には世界経済も日本経済も変わりないと思う。

#### 山口副総裁

経済情勢についての判断をいささかなりとも前に進めることができるという考え方をし、現状維持で臨みたい。ゼロ金利の力は、例えば一定の信用力を備えた借り手にとって流動性の心配のない状態を非常に広い範囲で作り出しているとか、長期金利に対してもかなり強いアンカーになって働いているように思える。あるいは、投信などを通じて株式市場に向かう資金のフローを多少増やしつつあるなど色々な面で力を発揮して

いる。最近の市場の中でそうしたことが改めて確認できる状態になっている。従って、当面はそれを続けるのが最善であろうと思う。

篠塚委員が緊急事態から脱したことを一つの判断の拠り所に行っているが、私自身はデフレ懸念払拭の展望があるのかどうかを判断の基準として使いたいと思うし、その点については先程自分の見解を申し上げた。植田委員の詳細な試算を興味深く拝聴したが、一言だけ感想を申し上げる。最近のCPIの変化がゼロになっている状況は様々なエビデンスから想定されるよりも多少上のレベルを走っており、その逆が来年に出てくるリスクがあるという趣旨の分析であったと思うが、このリスクは上にも下にも両方ある。従って、植田委員が言われたよりは今少し上振れるリスクも同様にあるのではないかと感じている。

#### 武富委員

現行の政策の枠組みは多くのメリットを有しており、これを継続していくのが良いと思っている。景気は小じっかりしてきたと申したが、小じっかり程度であり、現在の政策の枠組みをこの時点で外した場合の潜在的な悪影響もまだ十分にある。特に、現在の政策には色々な市場の動きを落ち着かせている効果があるため、実体経済のさらなる前進を確認しない限りは外し難い。

確かにこの政策を継続することのマイナス面もなくはないし、局部的には必ずしも望ましくない動きもあるが、それは大局的には、景気あるいは経済全体のメインストリームの動きを巧く誘導していく重みとの比較では、まだ目くじらを立てるところまでいかないと思う。その意味でも、現行の政策を継続し、その効果の浸透を図るということは、オペ手段の多様化等によりさらに補強材を入れることであると同時に、その効果について皆の納得を得るよう引き続き浸透を図っていくことである。構造調整に対してモラル・ハザードを起こしている面はあるが、事業再構築を進めてもらうための環境整備としては極力低い資本コストの方が良い訳であり、その意味でも現在はまだ現状の枠組みを外せない。

### 三木委員

金融調節方針についての結論は現状維持である。現在の景況感と金融市場環境を踏まえれば、現行のゼロ金利政策を変更する状況にはまだない。金融緩和効果のさらなる浸透のため、機動的に豊富な資金供給を行なうことに引き続き留意しつつ、現行のゼロ金利政策を継続することが第一である。

ゼロ金利は全く異常な金利体系であり、経済の持続的安定成長を考えれば本来あってはならない金利体系であるが、敢えてそうした金利体系を継続しているのは今まで縷々議論された結果である。経済の持続的成長にもっていける状況になれば、当然これは解除することになるが、これから申し上げるような点がまだ大きな問題として残っており、残念ながら現在の政策を続けざるを得ない。特に、金融面ではゼロ金利が大きなアンカーとしてターム物に対しても効いているのは間違いない事実であり、その意味でも続けざるを得ない。

こうした中で、景気の足を引っ張るものとして金融政策判断に当たり懸念される材料は、さらなる急激な円高と長期金利上昇の二つである。構造調整リストラの中で、これだけの財政出動のバックアップも得て景気回復への道を歩んでいる企業にとって、為替相場は115円から105円の間である110円前後での安定が最も望まれていると思う。さらなる急激な円高になれば、明らかに足を引っ張ることになる訳であり、そうした状況に対してはゼロ金利政策による弾力的で豊富な流動性供給に加え、単独・協調を問わず市場介入が必要である。市場介入については、大蔵省と政策整合性を保ちつつ、短期的な効果に止まるとしても前向きに対処すべきだというのが第一点である。

第二に、当面の長期金利に対する市場の予想レンジは概ね1.6%から2.1%の間にあるようである。ファンダメンタルズを反映した良い意味での長期金利の上昇は当然として、後はレベル感を捉えれば良いと思う。今後何らかの思惑的な動きに基づきファンダメンタルズを反映しないボラ

マイルな長期金利上昇が発生することが懸念されるが、本行としては前向きに弾力的に対応することを念頭に置く必要がある。

最後に、今後の問題ということで、二点ばかり問題提起したい。第一は、金融政策として何を指すのか、その具体的な目標の明確化である。金融政策の目的は日銀法に規定されているように、物価の安定を通じて経済の持続的成長を図ることであるが、物価の安定とは何かという原点論議を再度行なっておく必要がある。第二の問題は、そうした原点論議を踏まえて、この一か月来、何回も話が出たアカウンタビリティ—充実の観点から我々の金融政策の操作目標、中間目標、最終目標について数値目標を出せないのかを議論したい。数値目標にはオペ手段による実行可能性が第一であり、この可能性に応じて目標値という場合もあるし、参考値、見通しという考え方もあり得る。また、質的に意味のある数値かどうかを考えなければならぬし、さらには複数の数値を取ることもあるかと思う。こうした点も是非再度議論しておく必要があると思う。

#### 速水議長

一巡したので、私の見解を述べさせて頂きたい。まず結論から申し上げると、私も当面の金融政策運営についてはゼロ金利政策を継続していかざるを得ないと思っている。

景気的情勢は皆さんと同様に徐々に持ち直してきていると判断している。東アジアや米国向けなどを中心とした輸出の増加が生産の増加をもたらし、企業収益が改善してきている。この結果、雇用、所得環境のさらなる悪化には一応歯止めがかかっているのではないか。このように、生産、所得、支出を巡る経済の前向きの循環メカニズムが漸く動き始めた可能性があるともみている。輸出動向を考える際には、海外事業の増加による効果とこれまでの円高によるマイナス・インパクトがポイントだが、現状では東アジア、欧州の景気回復や米国経済の堅調持続といった海外需要の増加の効果が円高の影響を上回っていると判断し得るのではないかと思う。需要サイドでは輸出の他にも公共投資や住宅投資がこれまで景気の下支え役

を果たしてきている。これらも最近頭打ちになってきてはいるが、なお高水準であるし、昨日政府が策定された経済新生対策により来年度にかけて経済が下支えされていくことが期待される。企業部門についても基本的にはリストラ優先の経営姿勢にあると思われるが、その中であっても輸出や公共投資を起点とした生産の増加が収益やキャッシュ・フローの改善をもたらし、設備投資や雇用の下げ止まりが起き始めている。勿論こうした動きはまだ限界的なものに止まっているが、今後これが広がりを見せていくかどうかを今暫く注目する必要がある。個人消費も一進一退ではあるが、消費者心理が大きく下振れするリスクは少なくなっているのではないか。今後雇用環境の改善の芽が本格的なものになっていけば、個人消費にもかなりの明るい展望が開けてくる可能性があると思う。

金融市況の動きは米国経済と米国株価動向、国内債券の需給を巡る思惑に極めて敏感になっているが、100円近い円高の下でも株価は堅調に推移しているし、長期金利は振れを伴いつつも大きく上昇するような動きではない。金融資本市場全体としてみれば当面良好な状態が維持されていると判断して良いと思う。これらを纏めると、足許の景気判断は1か月以前に比べて強めにみておいて良い。ただ、このような景気の持ち直しの動きが民間需要の本格的な自律回復に繋がるのかどうかについては、まだ明確なことは言えない。企業・家計の所得環境の改善が設備投資や消費支出のしっかりした増加に繋がっていき、民間需要の自律的回復が確認できるようになるには今少し時間が必要であるように思う。年末を控えてY2Kの問題もあるし、用心深くみていく必要がある。従って、当面の金融政策運営に関して申し上げますと、足許持ち直しつつある景気情勢がさらに改善し、先行きのデフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利を継続することが適当ではないかと思う。

今後の金融政策運営との関係で念頭に置いておく必要があるのは、市場参加者などが景気回復に手応えを感じ始めた時の市場の反応であり、これは極めて敏感かつ過大に動く可能性がある。市場は極めてセンシティブであり、状況次第では長期金利がオーバーシュートしてしまう可能性も否定

できない。やはり長期金利を直接コントロールしようとすることは適当でないし、むしろ弊害が大きくなると考えている。重要なのは常日頃から日本銀行の判断を内外に対してきちんと説明し、市場の期待形成を安定化させていくこと、つまり市場に対して無用なサプライズを与えないことだと思う。市場金利ができるだけ实体经济に即して形成されていくような環境を整えながら、そうした目で少し落ち着いていくことが必要ではないか。十分注意して動いていきたいと思っている。

これまでの討議を踏まえ、金融政策運営について追加的なご意見、ご議論があればどうぞ。

#### 植田委員

私が申し上げた点で間違いではないが、違う見方もできることを付け加えたい。仮に最近の上方修正の動きを数値化した場合、来年度に1%程度成長率が上振れるとしてもGDPギャップの変化幅は上へ+1%、下へ-1%であり、平均ゼロとすればインフレ率への影響も平均ゼロではないかと説明した。仮にベースラインのインフレ率を来年度はゼロだと思っている人がいたとすれば、その人は、成長率が余り高くなく、従って来年にかけてギャップが拡大していく中でもインフレ率がゼロだと予測していたはずである。そうしたベースから考えると、成長率が1%上振れすれば、それにある係数を掛けた分だけインフレ率がそのまま上振れすることかと思う。これは、山口副総裁が、最近良く分からないインフレ率に関するプラスの誤差のような部分が来年も続くのではないかという仮定を述べられたことと対応するケースだと思う。仮にそうであれば、来年度のインフレ率の平均値はゼロではなく、0.5%や0.6%という若干のプラスになる。ただ、かなり甘めの仮定を置いているため、平均値として0.5%や0.6%になる可能性はそう高くないと思う。さらに、0.5%や0.6%であっても、まだ心配するほどのインフレ率ではないとの見方もできることを付け加えさせて頂きたい。



## 篠塚委員

ゼロ金利政策の維持に関しては、これまでデフレ懸念の払拭が展望できるまでということできていたが、先程の植田委員のご説明では、「ゼロ金利解除の時期は何か」と問われれば、結局は物価であるとの答えになるのだと思う。さらに、「最終的にはどの指標をみながら解除可能と判断するのか」と問われれば、物価が0.5%とか0.6%程度の伸び率になった時とするのか、あるいは試算の根拠になっている潜在成長力2%といった数字がしっかりと出てくるまでは解除できないとするのか。その点をお聞きしたい。同様に、山口副総裁も物価の下落圧力が緩和していることについてのご説明の中で、懸念材料としては賃金の調整による下振れ圧力を抱えているし、今後企業が循環的に改善していくとしても、賃金と収益の綱引きがあるため結局デフレ懸念が払拭される状況ではないというような言い方をされた。要するに、賃金が下落しない状況がしっかりするまではデフレ懸念の解除はできないということか。デフレ懸念の払拭に関して、これまでは総合判断であり、何か特定の指標に表われるまではという言い方をしないとやってきた。しかし、今度は景気が全体的に下げ止まり上向き始めたと言いつつ、しかし、先行きに対するデフレ懸念はまだ払拭されないということであれば、結局何を基準に最終的に判断すると受け取ったら良いのか。

## 山口副総裁

私自身は最終的にはやはり物価で判断するのだろうと思っている。ただ、その物価の背後に需給バランス、さらに現在であれば、賃金を中心とするコスト面へのプレッシャーがかかっているため、その物価のバック・グラウンドの判断材料として二つの点を申し上げた積もりである。これが取り敢えずのお答えだが、自分自身が今少し深く考える必要があると思っていることが他に一つある。中長期的に日本経済の成長率がどの程度になっているかはよく分からないが、先程の植田委員のようにゼロから2%程度というのが取り敢えず頭の中で考えられる数字かもしれない。仮に、そうし

た中長期的にみてある程度正常な状態に経済成長が戻っていく姿を前提として考える。しかし、世界的にインフレ率は傾向的に低下してきている訳であり、色々な国がゼロインフレになった場合の対応問題を議論している状態である。仮にこうした比較的低い成長、比較的低いインフレがノーマルな状態だと考えた場合、日本の物価は昔からフレキシブルに動いている訳であるが、わが国の物価の中長期トレンドはゼロより多少上のレベルで安定していくのがノーマルだと考えるのだろうか。それとも、本当にゼロを中心に時にプラスになったり、なにがしか生産性の上昇が物価に反映されてくる場合にはマイナスになったりと考えるかである。つまり、いかなる状態が当面数年間というタームでみて日本経済の中で正常な物価の落ち着き所なのかは少し考えてみる価値がある問題ではないか。

中原委員

中長期とは2年か。

山口副総裁

5年程度の幅でみた場合である。

植田委員

その点は、非常にラフにはインフレ率でみても成長率でみてもあるケースでは同じだと思う。あるケースとは、結局経済が需要面へのショックに従って動いている場合である。そうした場合には景気が良くなるにつれてインフレ率が上がるため、インフレ率が上がってくるまでと言っても、景気が良くなるまでと言っても非常にラフには同じである。従って、同じではない場合であるサプライショック等が起きた場合にどうするかについては、我々の考え方も詰めておかなければならない。さらに、インフレ率と成長率が需要ショックについてはプラスの相関を示すとしても、それに対してどこまでアクションを起こすか、あるいは政策スタンスを変えるかについては、基本的には山口副総裁が言われたようにそれぞれの目標をど

の辺に置くのかに帰着する。従って、インフレ率であれば何パーセント程度なのかについて、ある程度は明確な考え方を持たないとスタンスを決められないと思う。さらに言えば、ゼロ金利解除を決めるような場合のインフレの目標と平時に戻った際に中長期的にどの程度のインフレ率を目指すのかとは、必ずしも同じである必要はないと考える。

#### 三木委員

私が申し上げているのは、そのまさに原点論議を再度やっておかなければならないということである。発想の原点が違っているため議論がかみ合わない。世間から求められているのはその点である。

#### 植田委員

これまではあいまいな議論をしていますが、ゼロ金利解除に入ってくる可能性が低かったため良かったと思うが、今後は解除するかもしれないことを念頭におくと、ある程度明確な考え方を持っていた方が良い。

#### 中原委員

解除になろうがなるまいが、イギリスのインフレーション・レポートやアメリカのFRBが行なっているハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言の中で色々な見通しや目標レンジを打出すといったことは考えるべきである。

#### 植田委員

私はそうしたことをやろうとすれば色々な仮定をおく必要があり、かつ手続的にも難しいという意味も含めて先程のような試算例をお示ししてみた。

#### 山口副総裁

イギリスとアメリカは本質的に異なる。イギリスはターゲットだが、ア

アメリカは皆が頭の中で想定している数字を出し合っているものであり、ターゲットではない。

#### 中原委員

アメリカの場合には目標とターゲットを両方出せと書いてある。私の言っていることは三木委員が言っていることに共通するが、やはり何か数字が出なければ、どこまでやったかが分からない。特に私が企業経営者出身だからそう思うが、いずれにしてもイギリスやアメリカの例もあり、我々も出すべきである。

#### 植田委員

半年、1年、1年半先の目標を数値化するのはある程度良いとしても、金融政策のラグを考えれば、インフレ率が0%や1%になったからゼロ金利を解除するというルールは作れない。要するに、予想に基づいて行動する訳であり、その予想を固めていく際に色々な変数、情報を取り入れるという意味では結局ある種の総合判断にならざるを得ない。

#### 中原委員

従って、中長期の目標となると違って来る。篠塚委員が言っているのはゼロ金利を解除するにはどうしたら良いかということであり、当然違う。

#### 速水議長

民需の自律的回復をまだ確認出来ないというのが、我々がゼロ金利を解除できない一番強い理由である。そこを詰めていけば、設備投資と消費であろう。両者が今少し量的に改善してくれば、懸念の解消は展望できたということになる。

他にご意見がなければ、ここで政府からご出席の方からご意見を頂きたい。

原口大蔵省総務審議官

本日の金融政策決定会合の開催に当たって一言申し上げる。

まず、わが国経済の現状認識と今後の経済運営についてである。わが国経済は、各種の政策効果の浸透等により緩やかな改善が続いているが、経済の自律的回復の決め手となるべき民需の回復力は依然として弱い状況にあると認識している。このような状況の下、政府としては、景気の本格的回復と新たな発展基盤の確立を目指すため、昨日、「経済新生対策」を取り纏めたところである。対策は三つの柱建てになっている。一つは、中小企業・ベンチャー企業の振興、技術開発の推進、成長分野における規制緩和・制度改革、雇用対策等、いわば日本経済のダイナミズムの発揮のための施策である。二番目の柱としては、生活基盤や基幹的なネットワークインフラの整備等、21世紀の新たな発展基盤の整備である。三番目の柱としては、証券市場の改革等の金融市場の活性化、及び不動産の証券化・住宅金融対策等である。この三点を柱として総事業規模としては17兆円程度、さらに介護対策を含めると18兆円程度となっている。この対策を踏まえて、予算措置が必要となるものについては、今月末に国会に提出する予定の平成11年度第二次補正予算の編成に際して適切に対処して参りたい。今回の「経済新生対策」の着実な実施により、公需から民需への円滑なバトンタッチが行われ、わが国経済が民需中心の本格的な回復軌道に乗り、その長期的な発展基盤が確実となるものと考えている。

本対策に盛り込まれた諸施策を政府が実施するのと併せて、日本銀行においても、経済の回復を確実なものとするため、金融・為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたいと考えている。政策委員各位におかれましては、ご審議にあたり、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等につき、ご理解を賜りますようお願いする。

なお、個別案件に関わる問題であるが、今般、平成12年、13年度の郵便貯金の集中満期時における資金運用部の資金繰り方策に関し、日本銀行のご協力を得て、資金運用部が売現先で調達することについて、大蔵省と

日本銀行との間で基本的な合意に至ったところである。郵便貯金の集中満期に伴う金融市場等への影響については、引き続き相互に連絡を密にしつつ、適切に対応していきたいと考えているので、宜しく願いたい。

#### 河出経済企画庁調整局長

経済の動向については大蔵省からの説明と基本的には同じである。来週にも今月の政府としての判断を公表する予定である。また、昨日、経済対策を決定したため今後その実施に強力に推進をしていきたいと思っている。私共では昨年末に0.5%成長という政府の経済見通しを作ったが、これを最近時点における経済状況を考慮し、また今回の対策に伴う政策効果も織り込み実質成長率では0.6%へと上方修正をしたところである。金融政策についてもこの対策の中で要請をしており、内容は大蔵省から説明したとおりである。宜しく願います。

#### 速水議長

昨日の経済新生対策では日本銀行による金融政策の適切かつ機動的な運営について、日本銀行においては経済の回復を確実なものとするため、金融為替市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行なうなど引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営するよう要請するとある。この点は私共の考えていることと全く同じである。

#### 三木委員

今次対策における18兆円の事業規模の中で、中小企業対策関連という形で括った場合、どの程度の事業規模になるのか。

#### 河出経済企画庁調整局長

中小企業金融対策は事業規模で7兆4,000億円である。国費という意味では7,700億円である。なお7兆4,000億円のうち、特別保証枠の追加が5兆円分を占めている。追加枠は全体としては10兆円であるが、今回の対

策で補正計上するのは一応5兆円である。

速水議長

それでは、次に金融市場調節方針に関する議案の提出および採決に入りたい。先程の委員方による検討によれば、当面の金融市場調節方針について、ゼロ金利政策を継続するという意見が多かったように思う。従って、私の方から当面の金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したいと思うが、他に正式に議案を提出されたい方はおられるか。

[篠塚委員と中原委員が議案提出の旨表明]

それでは、事務局は篠塚委員と中原委員、私の議案を配り、篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

まず篠塚委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

次いで、中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途検討する。記。中期的目標として2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（11月16日～12月15日）の超過準備額を前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を

増加させることにより、2000年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る（注）。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。

（注）マネタリーベースについて2000年7～9月期平残で前年同期比10%程度の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び（前年同月比6%程度）が続くことを前提とすると、来年9月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預金の残高を増額させる必要がある。以上。」。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。別添の公表文は、「平成11年11月12日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（全員一致or賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」である。

速水議長

それでは、篠塚委員、中原委員から議案の説明をしてもらう。

篠塚委員

まず第一点は、今回の景気の現状評価として、景気は下げ止まりから持ち直しに転じつつと一段と上方修正したことである。この表現は対外的に



はデフレ懸念の払拭が展望できるという総合判断と捉えても良いのではないかと思った。これまでゼロ金利を緊急事態と捉えていた訳であり、このような判断であるならば緊急事態から脱却したと位置付けて良いと思った。二番目は、Y2K問題を控えてゼロ金利解除の提案はとてできないと認識していたが、これについても本行の対処方針が明確に公表されており、Y2K問題はゼロ金利解除の障害にならないのではないかと思う。三番目に、ゼロ金利が長期化すればする程、解除後のショックが大きくなると懸念されるからである。

#### 中原委員

前回の提案では2000年1~3月期とあったが、それが迫ってきたため7~9月期へと半年間先に延ばした。2000年の1~3月のままにしておくと、超過準備額を5,000億円ではなく7,000億円程度増やさなければならないことにもなるし、時期が近すぎるため、7~9月にした。各積み期のイメージは約3,000億円である。最初の1、2か月は超過準備を5,000億円ずつ増加する方向で前倒しすれば良いと思う。以上が変更点である。

提案理由の第一は、景気は景気動向指数その他の指標等からみて本年4、5月に底を入れた可能性が高くなっているが、その足取りは極めて緩慢でフラジャイルである。従って、米国、アジア等の景気が拡大を続けているうちに、景気をより一段と加速させて確かな足取りのものとするために、量的緩和による一層の金融緩和が必要である。第二に円高のインパクトについては、水準が120円程度の時と現在の108円を上回る場合では全く影響の度合が異なると思っており、ここで量的緩和策を打ち出すことにより、円高を若干ながらも緩和することが望ましいと考えている。なお、今次局面において市場の期待が強い場合に、有効な緩和策を打出さないと次は100円をトライすることは十分にある。

第三の理由は、今回の経済新生対策が来年度以降の景気の見通しが非常に難しい状況の中で出されたことに鑑み、いつも主張しているように政府の経済政策とのハーモナイゼーションを十分に考え、とりわけ財政とシン

クロナイズして金融政策を打出し、それにより景気の足取りを確かにすることである。第四として、将来を考えると財政赤字は益々大きくなる訳であり、国債引受や買い切りオペの増額という話が益々出てくると思う。そうした圧力をかわすためには、日銀にとって自由度の高い物価目標付きマネタリーベース・ターゲティングを行なうことが最善であると確信している。第五にそもそも論として、わが国において物価の安定を主たる責任にしているのは日本銀行であり、そうした立場である以上その目標数値を明示的に国民に示すことは日銀の当然の義務である。第六に、私が提案している格好で将来のCPIの目標を明示すれば、物価ではなく背後にある実質GDPの成長率や失業率、あるいはマネーサプライ等々の経済のパスがどうなるかについて常に予測して公表することになる。その点、イギリスで行なっているインフレーション・レポートやアメリカのハンフリー・ホーキンス法で定めているFRB議長証言のように当該年度の失業率、CPI、実質GDPの見通し、マネーサプライの目標レンジなどを公表した上で透明でアカウンタブルな金融政策を運営すべきである。七番目に、その結果として、日本銀行は十分に説明責任、場合によっては結果責任を果たし得ることになると思う。

### 三木委員

中原委員の提案を毎回みているが、良く理解できない。一つだけ質問したい。この政策目標であるベースマネーを2000年7～9月期の政策目標まで持っていくことにより、約1年後の2001年11月に最終目標であるCPIに到達するというタイムラグをどう考えるのか。

### 中原委員

ここで考えている物価は最終目標であり、マネタリーベースのターゲティングは中間目標である。最終着地を2001年末に、そこに至るまでの中間目標として7～9月を取った理由は、今からでは1～3月を舞台に運営することになるため半年先に中間目標をとったものである。これまで

5,000億円ずつと申し上げていたが、目標を先に延ばして幅を取れば5,000億円ではなく3,000億円となり、フィージビリティが高まるのではないかと考えている。

#### 三木委員

1年前の2000年にそこまで持っていき、以降は横這いに置いておくのか。

#### 中原委員

それは、その時の時点で考える。

#### 三木委員

そういうことになるのか。

#### 山口副総裁

私も三木委員のご指摘と同じ疑問を持つ。仮にマネタリーベースがこうしたパスを辿ったとしても、ここにあるような物価上昇が実現する保証はない。企図してという言葉も良く分からない。厳密な目標であるとするれば、マネタリーベースという中間目標と物価という最終目標の関係は相当深く検討する必要がある。さらに、以前から申し上げているように超過準備の額をこのようにコントロールしつつ増やしていくことは、最近の金融市場の経験を踏まえると益々難しくなっているのではないか。

#### 中原委員

実現できるかどうかについては、私は二つ問題があると思う。一つは、日本銀行が実現できないと思うから、何も出さないとするのかということである。2年や3年先は目標であるのか、計画であるのか、その辺は色々あるであろうが、目標値と計画値という概念もある。イングランド銀行が行なっているのは、例えば2年先で出し、それが達成できなければ、目標

がどのように違ってきたかを説明する訳である。実現の可能性がない場合、実現できなかった場合には、そこで説明をしなければならないと書いてある訳であり、それを目標にしようということである。しかし、必ずしも実現しろとは書いていない。私はフレームワークとして言っている訳であり、これを必ずやれと言っている訳ではない。全く目標がなくても良いのかといえば、私は世界の大勢からみてやはり2年程度先を一つの目標に置くことが適当ではないかと思ひ、以前から申し上げている訳である。今一つの超過準備額については、積み上を段々増やしていき例えば3兆円、あるいは4兆円になれば、事態はかなり変わってくると思っている。そこは見方が分れる。

山口副総裁

しかし、技術的になって恐縮であるが、注に書いてあるのは現状比3兆円程度も準備預金の残高を増加させることである。最近の積み期では超過準備が2,000億円弱であり、これはその超過準備を3兆2,000億円にするという意味になる。

中原委員

提案に書いてある。「超過準備を増加させることにより、」と書いてある。

山口副総裁

超過準備をこのようにコントロールできないことは明白なのではないか。

中原委員

その間に貸出が増えれば、準備預金が増える。

速水議長

他にあるか。それでは議論が出尽くしたようであり、採決に移りたい。  
篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で採決することで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので採決する。

[政府からの出席者退室]

[篠塚委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：篠塚委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。篠塚委員の提案を採決の結果、賛成 1、反対 7 であった。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員の提案を採決の結果、賛成 1、反対 7 であった。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

#### 小池政策委員会室長

報告する。議長案を採決の結果、賛成 6、反対 2 であった。反対は中原委員、篠塚委員であった。

#### 速水議長

それでは、賛成多数で議長案が可決された。なお、篠塚委員、中原委員は反対理由を明確にしておかれないということであれば、どうぞ。

#### 篠塚委員

議案を出す際に三点申し上げたが、反対理由としてもう一点追加する。ゼロ金利解除の提案は結果として利上げになるが、私としては異常な緊急事態から漸く正常な政策金利に戻すことを考えている訳であり、議長案に反対した。

#### 中原委員

第一の理由は、マネーサプライが 9 月は 3.3% と 97 年 11 月の 3.2% 以来の低い伸びになっており、マネーの指標が非常に鈍化していることである。マネタリーベースも前年に特殊要因があったとしても 10 月は 5.5% と 6% を割ってきている。こうした量的指標の伸び率の鈍化が円高プレッシャーや長期金利高プレッシャーなど景気への悪影響に繋がりにかぬないと思われるため、現在のゼロ金利政策の維持に反対する。第二の反対理由は、現行のオーバーナイト金利をターゲットとしたゼロ金利政策はこれ以上金利を下げる余地がないため、レジームを変えない限りアメリカ株価の大幅下落などの事態が起きた時に弾力的な対処が出来ないことである。今一つは、アカウントビリティの点から申し上げて、潤沢にとかデフレ懸念が払拭されるまでなど非常に抽象的な表現に終始しており、具体的な数値目標を明示しないと特に物価等について明確な責任を果たしていないことになるためである。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会として当面の金融市場調節方針として、賛成多数でゼロ金利政策の継続が決定された。黒田理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを以って指示する。なお、決定事項の公表は会合終了 30 分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りということで宜しく願います。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは、金融経済月報の検討と採決に入る。最初の 4 ページが本委員会での正式な決定事項となる。これまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。吉田調査統計局経済調査課長と雨宮企画室企画第 1 課長からポイントを説明してもらおう。

吉田調査統計局経済調査課長

11 月の金融経済月報基本的見解について、まず実体部分をご説明する。総論は「わが国の景気は、足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じつつある。しかしながら、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない」としている。これは先月に比べて判断を一目盛り上方修正している。具体的な変化点として、先月は、「景気は」という主語に対する述語が「下げ止まっており」ということで「下げ止まっている」としていたが、今月は「下げ止まりから持ち直しに転じている」と変えている。現状評価の方では、この文言に続いて、「従って、景気が持ち直しに転じつつあるとはいえ、今後の展開については、なお慎重にみておくことが必要である」という部分があったが、この部分は先行きのところに書いてあり、合わせれば現状評価と同じことが書いてあるというこ



とである。

各論も幾つか修正をしている。まず一番上の設備投資では、製造業が下げ止まりつつあることを受けて少し変化が出ているため、「基調としてはなお減少を続けている」の前に、「減少テンポを緩めつつも」という言葉を入れている。純輸出については、純輸出の強さを多少強調するような書き振りにして、「海外景気の好転を背景に一段と増加している」と、「一段と」という言葉を入れた。公共投資については、先月から先行きのところに増加が一服するのではないかと書いていたが、今月は公共投資関連財の出荷の動き等を見て、「増加もほぼ一服したものとみられる」と改めている。鉱工業生産も10~12月の生産がプラスとのニュアンスを出すように「増加を続けている」という表現に変えている。所得形成は、今月は雇用指標にも変化が出ているため、「一部指標には雇用者数の減少に歯止めが掛かりつつあることを示唆するものもみられる」とした上で、なお「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある」と書いている。これは従来は雇用所得環境をまとめて厳しいと言ってきたが、最近の指標の動きをみると、パートに偏ってはいるものの、雇用者数の頭数の面では悪化に歯止めが掛かりつつある一方、所得面は引き続き厳しいため、多少分けた書き振りにした。

続いて先行きについても幾つか変更している。まず「今般発表された経済対策を含めた」という文言を入れているが、これは政府の方からご説明があった経済新生対策を念頭に置いた表現である。住宅投資の先行きについては、先月までは、「今後緩やかな減少に転じる可能性が高い」と書いてあったが、第二回の住宅金融公庫の申し込みが前年を三割上回る結果になり、場合によっては1~3月の住宅投資が然程減少しない可能性も出てきたため、多少ヘッジしている。企業部門のリストラについての書き振りは、先月までは淡々と「生産性の向上に繋がると期待される」という書き方をしていたが、これではミクロの話かマクロの話か良く分からないため、「企業部門ひいては経済全体の中期的な成長力を高めていく上で避けて通れないものの」とはっきりした表現にした。雇用所得環境のところは先

月までは「悪化させる」と書いていたが、一部に改善の動きがみられるため、「改善を遅らせる」という表現に変えている。「民間需要の速やかな自律的回復が依然として期待しにくい」という結論は変わらないが、その前に「生産等の経済活動の好転が今後企業・家計の所得面に徐々にプラスの影響を及ぼしていくとしても」という言葉を入れている。これは議論の中にもあったように、生産がプラスになったため乗数効果が働いていくとみられるが、それは弱いものとなるのではないかというニュアンスを含めたものである。「構造改革を進めていくことも重要」という書き振りも基本的には同じである。

物価については足許の書き振りを若干変えており、事実を踏まえて輸入物価については「上昇している」と表現している。企業向けサービス価格は「小幅の下落が続いている」という表現に変えている。先行きに対しては「物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる」という結論はこれまでどおりである。

#### 雨宮企画室企画第1課長

最初のパラグラフで、オーバーナイト金利等の書き振りは前月と同じである。ここでコール市場残高の記述を一文入れている。これは先月まで「コール市場残高は」という2行半の文言を入れていたが、そろそろ安定してきたのでやや簡単にした。

次のパラグラフで、「年末越えとなるものについては、Y2Kの影響から上昇している」としている。先月までは「幾分高めで推移している」としていたが、ここでは「上昇している」という表現にした。その下の長期国債流通利回り、株価、為替については、足許の相場動向を記述している。その中でクレジット・スプレッドについて、先月までは「一頃に比べかなり低い水準で、安定して推移している」という表現を3か月使ってきたが、今月は「低格付のものを中心に再び縮小傾向が目立っている」という書き方にしている。

金融の量的側面について、民間銀行の融資姿勢を今月は「徐々に融資を

回復させようとする姿勢を強めている」とした。先月までは「徐々に融資を回復させようとする姿勢にある」としていたが、下期の業務計画等を踏まえ少し「強めている」という表現で宜しいのではないかと判断した。民間の資金需要については、先月まで「資金需要は引き続き減退している」という書き振りだったが、これはマイナス幅を拡大させていった局面でのイメージであるため、今回は「引き続き低迷」という言葉に変えた。CPの「年末を控えて増加してきている模様である」という表現は、実は数字が出る前にヒアリング情報で書いてあるが、先程申し上げたとおり10月に15兆円まで増えたため、「模様である」を落とさせて頂きたい。「年末を控えて増加してきている。」となる。マネーサプライ以降の記述は全て先月と同じである。

速水議長

何かご意見があればどうぞ。

宜しければ採決する。

[全員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。基本的見解の採決の結果は賛成 8、全員一致であった。

速水議長

それでは、全員一致で決定頂いた基本的見解に沿い、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は 11 月 16 日の午前 8 時 50 分に行なう。

VI. 閉会

速水議長

以上で、本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 11 月 26 日に予定している。

(午後 2 時 47 分閉会)

以 上